全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

McGraw Hill Education

VALUE INVESTING MADE EASY

[美] 珍妮特·洛尔 / 著
冯 钢 葛建敏/译

格雷厄姆经典投资策略

让价值投资更容易

将《证券分析》和《聪明的投资者》化繁为简
巴菲特赞誉的价值投资理论入门经典作品

舵手经典12
www.zqbooks.com

山西出版集团
山西人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户



[美] 珍妮特·洛尔 / 著
冯 钢 葛建敏/ 译

格雷厄姆经典投资策略

让价值投资更容易

山西出版集团
山西人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和
理想藏书55/188

图书在版编目(CIP)数据

格雷厄姆经典投资策略:让价值投资更容易/(美)珍妮特·洛尔著;冯钢,葛建敏译—太原:山西人民出版社,2011.7

ISBN 978-7-203-07325-3

Ⅰ.①格… Ⅱ.①洛… ②冯… ③葛… Ⅲ.①投资—经验—美国 Ⅳ.①F837.124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 111958 号

著作权合同登记号 图字:04-2011-020

格雷厄姆经典投资策略:让价值投资更容易

著　　者:珍妮特·洛尔(美)
译　　者:冯　钢　葛建敏
责任编辑:贺　权
装帧设计:蒋宏工作室

出 版 者:山西出版集团·山西人民出版社
地　　址:太原市建设南路 21 号
邮　　编:030012
发行营销:0351-4922220　4955996　4956039
0351-4922127　(传真)　4956038(邮购)
E-mail:　sxskcb@163.com　发行部
sxskcb@126.com　总编室
网　　址:www.sxskcb.com

经 销 者:山西出版集团·山西人民出版社
承 印 者:三河市航远印刷有限公司

开　　本:710mm×1000mm　1/16
印　　张:17.5
字　　数:250 千字
版　　次:2011 年 8 月　第 1 版
印　　次:2011 年 8 月　第 1 次印刷
书　　号:ISBN 978-7-203-07325-3
定　　价:42.00 元

如有印装质量问题请与本社联系调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐

经过2008年席卷全球的金融危机，许多人对在中国是否能进行基于企业长期竞争力的价值投资心生疑虑。这个局面作为价值投资的鼻祖——格雷厄姆本人也遇到，1929年的股市大崩盘摧毁了格雷厄姆的投资组合，他工作了五年才挽回了这些客户的损失。但之后格雷厄姆·纽曼公司就再也不曾让它的客户亏过一分钱。30年来，格雷厄姆客户的年平均投资回报率为17%，这还不包括盖科公司（Geico）的收益。这期间格雷厄姆写出了《证券分析》和《聪明的投资者》两本经典著作，并发出了这样的感慨："为什么不是每个人都会照做？价值投资的概念已经流传多年，而且事实已经证明很成功，但是为什么还是没人顺着这条康庄大道走下去呢？"我想《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》这本书给出了答案，也为少数人善用这种投资原则，改进其投资技巧与知识做了一个很好的指引。

——深圳东方港湾投资管理有限责任公司总经理　但斌

股市变化瞬息万变，波云诡谲。再聪明的人，一踏进股市里，很少有不变成赌徒的，如此牺牲的不只是时间、财富，更有家庭的幸福。投机使得人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



们在股市里像吸了“白粉”一样，结局之惨淡，鲜有能从股市里持续盈利并笑到最后者。70 多年来，全球证券市场的部分有缘的投资者因为接受了格老的投资思想并付诸行动，他们已创造了无数个传奇的创富故事。格老的投资思想影响了一代又一代的投资人，哪怕巴菲特这个“园丁”后来对格老的投资思想进行了某种程度的丰富和提升，但是格老的基本投资思想依然在证券市场闪闪发光，不管是过去、现在，还是将来，也不管放到地球上的任何一角落，其基本的指导原则都一样熠熠生辉。本书对格老的投资思想进行了简明扼要的阐述，通俗易懂，的确是一本值得新入市者学习价值投资思想的好书；不仅如此，对于在市场里经历过多年的价值投资思想实践的老手，本书细细品味起来，会让人加深对“投资”本质的理解。让我印象深刻的是，格老强调“任何仅根据预测市场未来走势而做出的资金决策，都是投机行为”，这一句话如醍醐灌顶，能让我们更好地检视自己的行为是否偏离了价值投资。我相信，能领悟本书思想并始终坚持用到实践中的人，只要假以足够长的时间，他的财富将富可敌国。其实财富的多少意义已不大，重要的是，人们拥有了正确思想的指引，将会在证券市场里夜夜安枕，从容幸福地享受美好生活的馈赠，同时也会去做更多有益于社会的事，让生命得到真正的升华。

本书无疑是一本很好地理解格老投资思想的好书，但愿它能影响那些有追求并且意志坚定的人们，若能有幸领悟并接受其思想，这将足以改变一个人的整个人生。

——东方恒星投资董事总经理　廖朝忠

夹叙夹议是珍妮特·洛尔许多名著的独特风格，这在理论性很强的价值投资界殊为不易，所以更要佩服这位女作家的功力。对于中国目前投机依然盛行的现状而言，她的这本书虽然问世较早，但在阐述价值投资的来龙去脉和基本原理方面，朴实而活泼，简明而深刻，仍然有极强的针对性，给投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者许多好的启迪。认真读一读这本书，你仿佛在重听格雷厄姆等投资大师的谆谆告诫：在投资领域态度要端正、定价要谨慎、思想要深远！

——深圳牵牛星资产管理有限公司总经理 李剑

一本久违了的投资宝典摆在我的面前，就像一位从来不需要想起，永远也不会忘记的老朋友，它在该来的时候总会来。

——同威资本 董事总经理 李驰

用简单的方法赚钱——世本无事，庸人自扰，唯通则简，这是我读了《格雷厄姆经典投资策略》后的感受。格雷厄姆最经典的一句话是：投资的方法只有一种，就是价值投资，这句话非常简单地阐述了投资之道——赚钱一定是很简单的，就是发现企业价值，复杂的技术方法不会让你赚钱。从简单赚钱的角度来讲，现在很多媒体宣传机构开发出了很多数学模型，甚至华尔街按照这些模型用计算机去自动交易，去克服人性的弱点，好像计算机出现以前的人写的投资方法就显得过时了，其实计算机设计的模型就是把简单的东西复杂化，而且我看不出通过计算机能赚钱。如果计算机自动交易能赚钱，这些机构早超越全球首富巴菲特，成为全球首富了。因此，即使是计算机时代，格雷厄姆的投资方法也不过时，而且越是很多炒股技术把股市变得云里雾里的时候，重读《格雷厄姆经典投资策略》更让我们有拨云见日之感。投资赚钱就是要选择优秀的企业，这就是价值投资的核心。在股市里面找到好的投资方法，找到好的企业是非常不容易的，要想选择出优秀企业，就认真研究上市公司的基本面，而不是去看股市的 K 线图形。而本书讲的基本面解读方法是最经典的教科书，因此建议大家认真读一下大师的杰作，你就不会再被股市里面的躁动和杂音所迷惑！

——智萌（价值）投资俱乐部投资总监、新浪名博 凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本书的鲜明特色就在于按照格雷厄姆的建议，把价值投资变得简单而实用，普通投资者也能轻松掌握。

——中道巴菲特俱乐部创始人、主席　陈理

对于价值投资的初学者，我一般会推荐他们去读大师们的原著，如《证券分析》、《聪明的投资人》以及巴菲特历年致股东的信，但《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》是一个例外，这本书有其独特的价值。

——《证券市场周刊》研究部主任 著名财经作家　孙旭东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序一

越简单越快乐

一本久违了的投资宝典摆在我的面前，就像一位从来不需要想起，永远也不会忘记的老朋友，它在该来的时候总会来，即使相隔漫长遥远的时空，也会在精神上保有着难以割裂的亲切感和认可度。《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》就是这样一本可以放在枕头边常常翻读的财富手册。不管你有心还是无意，只要打开，它就不会让你失望。

我很想为这样的一本可能会遭遇寂寞的书打破一点寂寞，但同时我又希望它就以那种能够穿越时空颠扑不破的朴素姿态站在那里，没有人惊扰到它。这种看似矛盾的心情让我陷入一种欲说还休的境地，而当我终于决定要对它说些什么的时候，也只有一个理由：越简单越快乐。

本杰明·格雷厄姆被誉为价值投资之父，他卓尔不凡的思想和理论曾经影响和鼓舞了像沃伦·巴菲特、塞思·卡拉曼和查理·芒格等不计其数的顶级投资人。《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》是美国最著名的财经作家珍妮特·洛尔（Janet Lowe）的又一本关于价值投资的论著。书中详解了本杰明·格雷厄姆的教学方法，并在接触美国投资界几乎所有大腕级专家的基础上，用众多案例展示了价值投资理念如何被有效运用并取得惊人的成果。作者用轻松简单的视角和文字，描述了价值投资的基本内涵，浅显直白的文字表面，隐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



藏着深刻的财富道理。这本书早在1996年就在美国问世，而以最新中文译本介绍到中国却是在15年之后的今天。我以为这是一个巧妙的机缘，没有早一步也没有晚一步，就在这时刚刚好。纵观今天的中国证券市场，成长的烦恼在投机与投资纠结间弥漫，但在市场走向成熟的漫长过程中，理性和悟道常常被急功近利的现代人所忽略。贫穷了太久的一代中国人迫切地寻找着迅速发财的指南针，却忘了真正的办法其实永远就只有唯一。在这本书中，作者写到了巴菲特在哥伦比亚大学所受到的格雷厄姆给他的最重要的训练：1. 正确的态度 2. 安全边际的重要性 3. 内在价值。我认为在读这本《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》时，如果也能注意这三个关键词，则一定能化繁为简，体会到"创造性读书"的快乐。

关于态度，我以为对待价值投资理论最正确的是要信，着迷般的信。

回想我自己投身中国证券市场近20年的历程，从最初完全投机到恪守价值投资，再到思考中国式价值投资，我发现可靠、安全而又赚钱的方法其实非常简单。在经历了追随热点上下折腾的重重历险之后，回归到价值投资让轻松赚钱成了一件快乐又自然的事。当有人问我：面对如此动荡的有中国特色的国内股市，你为何确信自己能赚到钱并一直保持轻松心态？我告诉他，因为我已经不止一两次用"简单的、老派的、可能是唯一能持续复制的"成功投资方法稳稳地赚到了大钱，这个方法就是不分国籍永不过时的价值投资法。还有什么比经历过三四个熊市后依然将股市当提款机更有说服力、更让人气定神闲呢？我的新浪博客其实就是一本践行中国式价值投资的公开实战笔记，赚钱之道在那里可以说早就不是秘密，关键是信不信，但事实上是又有多少人会相信呢？对价值投资知道者众但追随者寡的困惑连巴菲特也在感叹："知道格雷厄姆的人那么多，但追随他的人那么少。我们自由地谈论我们的原理，并把它们大量写入我们的年度报告中，它们很容易学，也不难运用。但每一个人都只想知道你今天买了什么？"

看来价值投资从诞生之日起就一直经历着信与不信这样的尴尬，从华尔街到中国，从半世纪前到现在，概莫能外。希望通过炒概念、挖内幕赚快钱的做法，比起味道淡如纯净水的价值投资确实充满了诱惑，也让一些人尝到过一时的甜头，但那些一世发达的机会可能就此与他们无缘了。所以我常说：慢即快，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信则有。如果我们不信，则读书无用；如果我们信却不行，则价值投资无用。

关于安全边际的重要性，我以为怎么强调都不为过。那些在牛市末期玩起“相对价值”概念的投机旅鼠，最终每一次都是搬起不同形状的石头砸了自己的脚。其实规避风险的唯一方法只能是买入绝对价格便宜的成长性资产，只有买得足够便宜我们才可能在情绪化的市场里日日安眠。也只有不断坚持重复做价值投资这件简单正确的事，我们的财富雪球才会不断越滚越大，心灵才会不断在感悟中升华。

书中详细描写了格雷厄姆塑造的“市场先生”这样一个情绪化的怪客，他总是从一个危机冲向另一个危机，他有强迫症，每天出现，对你拥有的股权随性开价，心情好的时候他只看到蔚蓝的天空和不断攀升的利润，而只要有坏消息，精神就跌入谷底。巴菲特对市场先生的寓意解读可谓一语中的：“市场先生是你的仆人，而不是向导。”

长期以来我们一直坚持买入价值被低估的优秀公司股票，并耐心持有着那些价值似乎会被市场永远低估下去的股票。其实正确的投资并不是买到正在上涨和已经上涨的股票，而是要买未来将要上涨和可以确保以后能上涨的股票。只有优秀公司的股票才有足够的安全边际，握着这类低价买入的股票，才能不受市场先生情绪极度不稳定时的干扰，乐于做一个众人眼中傻傻的、坐等钱进的“阿 Q”式守株待兔者，而正如格雷厄姆所云：耐心终有回报。这也应验了中国人的一句老话：傻人有傻福。

关于内在价值，我认为这不仅是一个经济学概念，它应该是价值投资者最看重的要素，甚至是一个哲学主张，它既严格又富于弹性，既朦胧又清晰。如果说格雷厄姆把它用在股市上，使投资更像充满艺术的科学。那么巴菲特的解释，则充满了更深层意义的禅道：价格是我们付出去的，而价值则是我们将要得到的。

这句话值得我们用来省察所有的投资，甚至人生。

在价值投资的道路上我们究竟看到了多远，什么是永恒的价值？在通往财富殿堂道路上，什么阻碍了我们的思想和脚步？当我们沐浴在大师智慧的恩泽里，我们有没有倾听来自宇宙中心自我的声音？这个世界上，我们究竟想要什么，我们敢付出追求真理的代价吗？在追求财富的过程中，我们是否能够始终如一，奉行不渝？在投资中我们是否感受到了真切的爱和快乐？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



读书、投资、做人，归根结底都是简单的道理：寻找价值，然后等待价值被发现，并坚定地相信真正的价值一定不会被长时间埋没。

今天的图书市场上，充斥着大量的所谓财经畅销书，股市秘籍和赚钱法宝几乎随处可见，这多少反映出一种普世的心态。在日益浮躁急功近利的社会氛围中，如何寻找真正有价值的书来引领梦想，启迪智慧，就显得特别重要。

对于《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》这本书的作者Janet Lowe，其实我们算得上是神交已久。她所著的《查理·芒格传》、《沃伦·巴菲特如是说》我很早就买了，并且一读再读。有意思的是在2004年，我在某图书网站上发现那本曾让我茅塞顿开的《沃伦·巴菲特如是说》一书，竟然被以一折在贱卖。我简直有些不敢相信，立刻以每本1.68元的白菜价买了10本，并把它们当作发达指南送给了我的一些客户与朋友。至今回想起来，我仍然有些感叹唏嘘，价值与价格的背离有时候就像这一折的好书，黄金当黄铜吆喝着卖的事在证券市场真是时不时在发生。而价值投资法更多的是像养在深闺人未识的美女，即使有着六宫粉黛无颜色的价值，也只怕无缘养在君王侧啊。我庆幸那年做了件有功德的事，尽管我不知道那些被我送出去的书今天下落何在，有多少人会从中接受到这一世财富的馈赠。

今天，有缘为Janet Lowe的《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》一书作序，我希望这本书的归宿能比我想象的“安全幸福”。

遇到一本好书，做自己喜欢做的事，坚持一种信仰，都是人生中幸福的事情，我们需要的不过是一颗简单平静善于享受快乐的心而已。巴菲特说：拥有一颗钻石的一部分，要比完全拥有一块莱茵石好得多。那么从这个意义上来说，我们一生需要做的仅仅是坚持重复做理性、正确的选择而已。

衷心地祝福你能通过简单应用价值投资理念在证券市场里选出那颗未来的财富宝钻。

李驰

2011年6月

作者系深圳市同威投资管理公司创始人，被《证券市场周刊》誉为在中国“复制巴菲特”最成功的三位投资人之一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序二

价值投资的精髓

早期跟随格雷厄姆掌握价值投资法的人非常少，大约只有 20 人。随着格雷厄姆的《证券分析》和《聪明投资者》等著作的传播，尤其是巴菲特等价值投资者取得的巨大成功，吸引越来越多的投资者“皈依”价值投资法。

但是对于庞大的投资群体而言，价值投资者一直只是孟什维克（少数派）。正如巴菲特 1984 年在《格雷厄姆·多德部落的超级投资者们》的演讲中指出的：“我只能够如此告诉各位，自从本杰明·格雷厄姆与大卫·多德出版《证券分析》，这个秘密已经流传了 50 年，在我奉行这项投资理论的 35 年中，我不曾目睹价值投资法蔚然成风。”巴菲特把这种现象归因为人性：“人的天性中似乎存在着偏执的特色，喜欢把简单的事情弄得更复杂。”

似是而非的理由

笔者曾经问过很多执迷于短线投机的人为什么不学习巴菲特和价值投资。他们的回答大体有三个似是而非的理由：

一是股价涨得太慢。价值投资选的一般都是价值低估、短期不为市场看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的冷门股，没有他们选的热门股短期涨得快，吹糠见米。

二是中国股市不适合价值投资。中国股市是新兴市场，投机性强，不适合理性的价值投资。

三是价值投资太难。价值投资要研究企业的基本面，要看财务报表，要给企业估值，没有看K线图来得轻松容易。

阅读珍妮特·洛这本《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》，你会发现以上三个理由都是站不住脚的。例如，关于股价涨得太慢的问题。书中讲了个故事：一个每当市场走势逆转就向交易员大发雷霆的投资人，有一次告诉他的朋友，价值投资法对他来说，就像是看着草皮生长一样。“也许吧！”他的朋友回答，“但我所知道的价值投资人，是坐在全世界最好的乡村俱乐部里看着草皮生长。”

安全驾驶指南

如果有人问：“未经严格培训，你敢不敢去驾驶飞机?”，绝大多数人会毫不犹豫地说：“当然不敢，我又没有活得不耐烦。”

如果有人问：“未经认真学习，你敢不敢去买卖股票?”，相当多的人会毫不在乎地说：“没有什么不敢的，我早已几度风雨了。”

其实驾驶飞机和买卖股票有非常类似的地方，都是高风险的行为，都需要小心谨慎、认真学习、训练有素，只不过驾驶飞机的风险非常直观，弄不好就机毁人亡；而买卖股票的风险相当隐晦，操作不当其实也很容易招致巨额亏损，甚至破产出局。问题是“无照驾驶”在股市里是相当普遍的现象，于是在每一轮熊市里，都有很多悲惨事故发生。

为了减少悲剧重演，早在19世纪30年代，格雷厄姆和多得出版了后来被誉为“价值投资开山之作”的《证券分析》，他们在第一版的序言中这样写道：“我们已经竭尽全力在保护学生，把他们从过度重视肤浅的表面现象以及只顾眼前利益中挽救回来。”这一目的在《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》中得到了延续。考虑到珍妮特·洛用通俗易懂的语言，使价值投资理论变得更加简单、更加易于普通投资者消化吸收，笔者认为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》这本书，完全可以胜任证券投资的“安全驾驶指南”。

投机的最大问题

要“安全驾驶”，正确区分投资和投机，杜绝投机行为尤其重要，就像驾驶要遵守交通规则一样。书中对投资与投机作了明确的区分。笔者在这里着重强调投机的最大问题：

1. 投机隐藏着致命的风险。投机也有风光的时候，但难以持久，最大的问题是承担了一旦失败就要出局的风险，所以投机这种模式不易积累并隐藏着致命的风险，“辛辛苦苦二十年，一夜回到解放前”。一般人在津津乐道投机的“伟大成就”的时候，都忽略了这一关键点。相反，投资的成功更具持续性，而且承担的风险远低于投机，即使投资失败也不至于伤筋动骨，由于有安全边际的保护，甚至失败了也不至于损失本金。投机者常在悬崖边行走而不自觉，一失足成千古恨，投机者面临的正是这种隐藏很深的致命风险。

2. 投机者受心理因素的制约。格雷厄姆在《证券分析》导言里指出：“我们必须承认投机者的心理因素对其成功构成强烈的威胁。从因果关系来看，投机者随着价格的上涨而越来越乐观，随着价格的下跌而越来越悲观，因此从本质上看，只有少数投机者能保持常胜不败，而且没有人有理由相信在其他多数同道都将失败的情况下，他自己却总是能成为赢家。所以，在投机方面的培训，无论多么精妙多么全面，对个人来说都是埋下不幸的根源。许多人都是被由此引入市场，初期小有收获，最终几乎人人惨败。”

3. 投机者的生活质量低下。投机者面对的是一段艰难的航程，随时面临变幻莫测的股海的考验。各种消息和股市行情经常出其不意地打扰投机者的生活，致使生活质量低下，处境糟糕；频繁决策带来神经高度紧张和压力过大，很多人因此夜不能寐，早生华发，心脏病变，神经衰弱，甚至猝死。即使投机者赚到了钱，但是单单这种心理负担和健康损害，也不是金钱可以弥补的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你曾经是在投机中受伤很深的“惨烈人士”，笔者建议你通过阅读本书实现华丽转身，成为价值投资的“寂寞人士”，并享受这种寂寞之美。

价值投资的精髓

和投机者不同的是，价值投资者以“买公司”的态度来买股票，格雷厄姆因此建议：我相信只要使用一些技巧和几个简单的原则，就可以投资成功。重点是要有正确的投资通则，并且奉行不渝。

本书的鲜明特色就在于按照格雷厄姆的建议，把价值投资变得简单而实用，普通投资者也能轻松掌握。例如它特别强调了价值投资的精华在于三大核心概念：正确的态度、安全边际的重要性、内在价值。这些概念是价值投资哲学建立起来的重要基石。

笔者个人倾向于把价值投资的三大基石或三大原则归纳为：(1) 把股票当作生意的一部分，买股票，就是买公司（对股票的态度）；(2) 市场是在那里服务你，而不是指导你，要牢记“市场先生”的寓言（对市场的态度）；(3) 投资要有安全边际的保护。价值投资也可以有多种风格，但这三条基本原则不可违背，否则就会超越价值投资的范畴，滑向投机的泥潭。

巴菲特则认为价值投资的精髓在于“你买的不再是一个股份，而是生意的一部分，你买的公司的意义，不是为了在下个星期、下一个月或者下一年卖掉它们，而是你要成为它们的拥有者，利用这个好的商业模式将来帮你挣钱。”这个理念正是来自格雷厄姆，在本书中有深刻的诠释，值得细细体会。

“雪茄烟蒂法”的局限和巴菲特的发展

读者值得注意的是，本书没有指出格雷厄姆不论企业本质买便宜货的“雪茄烟蒂投资法”遭遇价值实现问题的局限性，以及巴菲特的进化和发展。

价值实现问题是指按照格雷厄姆的策略买进品质一般的廉价股后，会出现三种情况：一种是买进廉价股后，在股票价格回归其价值前，其内在价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经出现下降，便宜的价格显得不那么便宜了；第二种情况是，虽然企业内在价值没有下降，但增长缓慢，如果股价回归价值的时间太长，考虑时间价值和机会成本的最终回报并不理想；第三种情况是，按照格雷厄姆的卖出策略，股价接近或回归价值时就要卖出股票，但由于基本面改善，企业内在价值上升，就卖得太早，错失更大的获利空间，而且卖出后又要寻找新的投资机会，并不容易。

早在 1964 年，巴菲特就注意到格雷厄姆买进廉价股的策略存在价值实现的问题，并不完美，而且随着股市的上涨这类投资机会越来越少。巴菲特在 1965 年 1 月致合伙人的报告中增加的第四类投资 Generals – Relatively Undervalued 可视为一种新的探索。但尚处量变阶段，并没有完全突破格雷厄姆的投资框架。该类投资的最佳案例就是，1964 年巴菲特利用“色拉油丑闻”将合伙公司 40% 的资金投入到美国运通中，并持股长达 4 年，在随后的 5 年时间里，美国运通的股票上涨了 5 倍。

正如芒格说的，在格雷厄姆手下工作的经历和巨额盈利让巴菲特的大脑一度阻塞，很难摆脱如此成功的思维方式。

1969 年（39 岁）巴菲特读到费舍的著作《普通股和不普通的利润》得到了很大的启发。而真正使巴菲特摆脱格雷厄姆思想束缚、完成进化的是查理·芒格。芒格对一家优势企业的价值有着敏锐的观察力，他使费舍的公司特质理论进一步具体化。1972 年收购喜诗糖果，是巴菲特进化的标志性事件。“查理把我推向了另一个方向，而不是像格雷厄姆那样只建议购买便宜货，这是他思想的力量，他拓展了我的视野。我以非同寻常的速度从猩猩进化到人类，否则我会比现在贫穷得多。”

总而言之，遭遇到价值实现的问题，巴菲特才认清格雷厄姆“不论本质购买任何公司”的哲学的局限性，开始将费舍和芒格的杰出企业扩张价值理论整合进他的哲学中，把重点放在企业营运的品质上，有效解决了价值实现的问题，因为对于一家优质企业来说，其内在价值持续增长，股价是否、何时实现其价值并不重要，股价晚一点反映其价值对投资者反而更有利，他可以趁机以更低的价格买进更多的股份。所以巴菲特说：“我们现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会以合理的价格购买非常优秀公司的股票，而不是以超低的价格买一个平庸公司的股票。”

条条大路通罗马，走正道，最潇洒。笔者衷心希望，本书能够帮助更多的中国投资者走上价值投资的康庄大道，实现健康丰盛的人生目标。

是为序。

陈理

2011 年 6 月

作者系中道巴菲特俱乐部创始人、主席，上海实力资产管理中心（有限合伙）CEO、首席投资官

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序三

让价值投资更容易

对于价值投资的初学者，我一般会推荐他们去读大师们的原著，如《证券分析》、《聪明的投资人》以及巴菲特历年致股东的信，但《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》是一个例外，这本书有其独特的价值。

坊间介绍价值投资的书籍汗牛充栋，其中也有不少以通俗易懂为卖点，但我很担心这些书会误导初学者。例如，有一本书在快结束的时候这样说，"现在你已经具备了一些巴菲特法则的理论知识，那么你就应该有能力为自己的长期投资带来——比如说 15% –25% 的平均年复利收益率……只是在这个游戏里你还必须学会一个小技巧——为了成为一个亿万富翁，你还必须学会让别人把钱给你，你再用他们的钱去投资。"

价值投资如果真的这么容易，那就满大街都是巴菲特了！一本书还没有读完，就想着去为人理财，难道不觉得过于轻率了么？

相比之下，《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》的作者珍妮特·洛的态度就很谦虚，"我无意取代或更新关于格雷厄姆和多德的著作，或是格雷厄姆自己写过的书。通过本书的阅读准备，一些谨慎的读者，也许感觉最好还是直接去看《聪明的投资人》、《证券分析》更有保证。其实，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这就是我最想看到的结果，那将是一种非常特殊和有启发性的体验。”

事实上，《让价值投资更容易》不仅是让读者在学习价值投资时更加轻松，即便是读过多遍《证券分析》和《聪明的投资人》的我，也觉得开卷有益。

首先，这本书有助于我们了解价值投资的鼻祖——格雷厄姆。以格雷厄姆的投资业绩为例，如果我们看《滚雪球》之类的传记作品，有可能对格雷厄姆的业绩不以为然——《滚雪球》中的说法是：“本杰明·格雷厄姆的职业生涯即将走到终点。他 62 岁，而市场已经超越了 1929 年的高峰。现在的价格让他紧张，而他的回报率已经比市场高出 2.5%。”

2.5% 的超额收益率显然不算太高，再看看本书中是怎样阐述的吧——“格雷厄姆·纽曼公司为客户扳回 1929 年至 1930 年的损失之后，就再也不曾让它的客户亏过一分钱。30 年来，经历了 1929 年股市大崩盘、经济大萧条以及两次世界大战后，格雷厄姆的客户的年平均投资回报率为 17%，这还不包括盖科公司（Geico）的收益……由于每个基金投资人出售盖科股票的时点不同，因此很难估算投资该股票的实际获利率，但截止至 1972 年为止，盖科公司股票的涨幅已经超过 28 000%……据格雷厄姆回忆，在盖科公司之前，他和纽曼仅被视为投资分析的好手，但是在盖科公司成功后，他们被封为投资界的天才。”

看到这样的数据，我们对价值投资会更具信心，这信心是本来就该有的。

其次，这本书不仅是“以简单的语言来解释价值投资的基础法则”，作者在阐述问题时除了引用格雷厄姆的话，还多次引用了巴菲特、塞思·卡拉曼、沃尔特·施洛斯、彼得·林奇等著名投资人的观点，这有助于我们更加全面、更加辩证地思考问题。如书中讲格雷厄姆创造过一个评估企业内在价值的公式：

$$\text{内在价值} = E(2r + 8.5) \times 4.4/Y$$

其中：E 为每股收益，r 为预期增长率，Y 为目前 AAA 公司债券的盈利率，8.5 这个数字为格雷厄姆认为增长率为零时企业合理的市盈率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在读《聪明的投资人》时，我曾经对书中一个类似的公式非常疑惑，按公式的计算结果，格雷厄姆对企业价值的评估并非像印象中那么保守：

价值 = 当期(正常)盈余 ×(8.5 + 2 倍的预期年成长率)

其中：成长率是指未来 7 - 10 年的预期成长率

如果 AAA 公司债券的盈利率为 4.4%，那么这两个公式就是完全一样的。

《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》中这样讲："在全盘接受这个公式之前，也许不妨先看看巴菲特对这个公式的反应。我从来没有用过这个公式。我认为格雷厄姆在创造这个公式的时候有点心不在焉。他这么说着，不禁呵呵大笑。"

最后，与格雷厄姆的原著相比，本书中的案例离我们更近，也就更有意义，如书中所举的莲花公司（Lotus）的案例。我想，很多岁数稍大的人知道 Lotus123 更早于 EXCEL，对这家公司有一定的了解。

珍妮特·洛尔认为，莲花公司具备一家暂时陷入困境、但有长期价值的公司的许多特征，"回顾莲花公司过去十年的表现，可以看到其曾经创下营业额年增长 30.5% 的记录，收益增长率也达到每年 15%。尽管利空消息频传，这家公司的流动资本依然强劲，而其流动比率也保持在 2.5 的正常水准。在定性因素方面，莲花公司的管理层显示出了优秀的管理能力和长期的增长绩效——特别是和电脑软件业相比，更属于相当长期的优异表现。"

注意在这段分析中流动比率被视为重要因素，格雷厄姆强调公司的流动比率要大于 2，但这个观点在近来受到挑战。持异见者以戴尔公司为例，认为流动比率低很有可能是公司竞争优势的体现。

然而，莲花公司这一案例可以帮助我们理解格雷厄姆的思路。价值投资者能够买入价格低于其内在价值的股票，往往是因为市场整体低迷，绝大多数股票价格都很低；也有可能是因为个别公司陷入暂时的困境，市场对其过度悲观。如果市场低迷是因为经济萧条所致，那么，和买入暂时陷入困境的公司一样，价值投资者在买入时必须考虑买入的公司是否有足够的财力渡过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



难关，再续辉煌。此时此刻，一家公司是否具有好的财务状况就至关重要了。以莲花公司为例，如果在 1994 年陷入困境时资金非常紧张，公司在和 IBM 谈收购价格时又有多少底气呢？对于一家不被收购就有可能很快破产的公司，IBM 还会出高价么？

还有一些心得和体会，不再赘言。总而言之，对价值投资者而言，这是一本不多见的好书，值得我们细细品味。

孙旭东

2011 年 6 月

作者系清华大学金融与财务方向 MBA，中国注册会计师协会非执业会员。崇尚价值投资，崇拜巴菲特。现任《证券市场周刊》研究部主任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者的话

自有生产开始，就有投资；自有交换开始，就有投机。投资和投机如同山岳一般古老，而二者之间也恰似“焦不离孟，孟不离焦”一样不可分离。只要市场存在，就没有人能够否定它们的存在和作用。

证券市场中同样也有投资和投机，而对应的分析方法则是基础分析和技术分析。基础分析的研究对象是价值，通过价值发现来选择交易对象和交易时机；技术分析的研究对象是价格，通过价格变动的趋势来选择交易对象和交易时机。虽然两者的出发点不同，但目的都是一样，即获得投资或投机的收益。

至于投资或投机哪一个正确或更好，恐怕没有定论。因为出发点不同，交易的动机不同。大多数情况下，作为投资者，他唯一的关注点就是价值，只要价格低于价值，或价值仍在增长，就无需理会价格的上涨或下跌。同理，作为一个投机者，他唯一关注的就是价格，只要价格运动的方向不变，也无需理会价值是否发生了改变。

因此，作为市场的参与者，首先必须给自己明确的定位：你究竟是投资者，还是投机者，即便把技术分析与价值分析结合使用，也一定要牢记自己的定位，这一点至关重要。

至于我自己，起初是一名纯粹的技术分析者，历经十几年股市沉浮，也亲眼目睹了无数投资者成功的喜悦与失败的落寞，失败者的绝望更是令我痛心，基于此，我组织研发了弘历软件，以期为广大投资者贡献绵薄之力。

“先大后小，先长后短”是弘历软件的灵魂，是我对证券市场本质的认识，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



也是我在交易中遵循的基本原则。具体来说，要想规避风险并实现盈利，必须按照“先大盘，再板块，后个股”的分析顺序，来选择适当的市场环境和交易对象，而不论针对市场还是交易对象，都要按照“先长期，再中期，后短期”的分析顺序，来综合判定价格运动走势并以此作为证券交易的依据。

需要说明的是，作为技术分析的拥护者，我并不赞成频繁的短线交易，实际上，我是一个中长线的市场参与者，只不过我需要选择良好的市场环境和具有中长期持续上升走势的交易对象。

我并不排斥价值分析，事实上我把它作为技术分析的补充，或者从另外一个角度作为对技术分析的印证或支持。尤其是对于中长期交易来说，对股票的内在价值或发展潜力的准确评估是选择交易对象的良好助力。但对于大多数投资者而言，过于专业的财务分析仍然是非常困难的事情。尽管我汲取了价值分析的精华并移植到软件开发当中，试图降低大众投资者对价值分析的难度，但我不得不承认，他们仍然需要掌握一定的专业知识才能发挥软件作为工具的作用。因此，我非常高兴地接受了舵手图书郑先生的委托，翻译珍妮特·洛尔的《格雷厄姆经典投资策略：让价值投资更容易》。

翻译这本书还有一个更深层次的原因：自入行以来，我的目标和方向从未改变——永远站在大众投资者的一边。因为，他们是证券市场永远的弱者，同时也是不容忽视的力量（虽然这种力量过于分散）。

我没有足够的力量去保护他们的利益不受侵害，只能通过投资工具、思想和方法的传播去帮助他们，希望他们能够学习并掌握一些在市场中自保的方法，能够把自己的股市生涯尽量向前延伸。

最后，能作为此书的译者，我荣幸之至，不足之处，万望指教。

（译者系北京弘历通投资顾问有限公司董事长）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

成功的投资人士就如同成功的医生一样，必须把纸面上的数字解读成有意义的信息，而且之后还要能够恰当地运用于真实的世界。如果投资的艺术真的简单易学，可以轻松掌握，那么也就不会有无产甚至中产阶级了。

不管怎么说，投资学堂里的必修课程很多，想要成为一名成功的投资者，努力学习必不可少。证券价格的波动，如同浩瀚大洋的中心——有风平浪静的时候，然而下一个瞬间就可能波涛千浔，汹涌万状。精明的投资者必须要评估金融气象的现状和发展走势。精明的投资者还要抵抗盲目从众，当其他人都在醉心于赚钱的快感时，精明的投资者知道涨得高跌得狠。

当前（1996 年）股市持续上涨的繁荣景象，很容易让人回想起 1929 年和 1968 年时的情景。持续高昂的牛市吸引了众多非投资人士加入投机游戏，挥舞着借来的钱，寻求更低的保证金比例。现在，价格极低的股票期权取代了昂贵的股票成为投机者的最爱。公众沉迷于价格的每日变动。只有很少的人注意到长期的经济变化才是左右未来股价的绝对关键。

当前的牛市，促成了 6000 多只共同基金并存的局面，因此在形式和规模上有广泛的选择空间。但这些基金大部分是由那些年轻、没有经历过股市大风大浪的经理人所管理的。大部分基金经理人难以维系稳定的年度业绩表现也充分证明了对市场整体的预测是多么困难。

1931 年到 1956 年，当我在哥伦比亚大学担任本杰明·格雷厄姆的助教期间，我有幸学习了价值投资的相关内容——这是避免盲从、保护自己免受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



证券市场不可预期的变动冲击的最佳途径。当我经营我自己在纽约的基金公司——卡恩兄弟公司时，我一直遵循着格雷厄姆传授给我的原则。

大多数人都起码认识一两个在投资领域小有所成的人——把他们找出来吧。如果你手中有一笔资金用来投资，建议你在较长的一段时间内，最好是几年而非几周，追随一位较有声望的基金经理人。不要相信那些天花乱坠地唱多的机构宣传材料。例如历史已经证明过的，等到一些公司的管理层都想到回购股票的时候，往往离熊市就不远了。

本书作者与美国许多成功的投资家们都有着广泛接触，由此可以简单并且有效地告诉读者这些成功投资人士的投资方式。珍妮特·洛尔提供了许多指导性的内容，特别是指导读者如何避免购买那些价值被高估的股票。

在本杰明·格雷厄姆的极端保守主义与沃伦·巴菲特的张扬垄断主义之间，存在足够多的投资模式，用来匹配你的风险报酬偏好，适应你自己的资金需求和生活方式。

《格雷厄姆经典投资策略》这本书囊括了充实的研究，以清晰明了的文字进行表述。投资新手们可以通过本书大开眼界，找到使他们的积蓄不断成长而非日渐枯竭的指导原则。当做出某个具体投资选择变得越来越难的时候，请重新拿起珍妮特·洛尔的这本书，它可以让你在投资时不失睿智，避免资本损失。

——欧文·卡恩，注册金融分析师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自序

当《本杰明·格雷厄姆论价值投资——华尔街教父的投资锦囊》一书在1994年出版以后，读者经常问我是否想要出一本《格雷厄姆和多德轻松学》。他们指的是《证券分析》的两位作者，本杰明·格雷厄姆和戴维·多德。看来我之前的那本书不能满足他们的需求。其实，那是一本关于格雷厄姆的故事书，讲述他在证券分析专业领域前进的动力，他那充满戏剧化的人生，以及他的投资哲学是怎么发展至今的。

是读者们向我一次又一次地提供了睿智的问题，是读者们使我的想法逐渐成形：他们想要学习更多的格雷厄姆投资理论，更多关于格雷厄姆和多德伟大著作的解读，以及价值投资的基础法则。汇而总之，他们最想要的是简单易懂的知识，他们要找的是《格雷厄姆经典投资策略》。

格雷厄姆和多德1934年出版的权威著作，现在仍然被称为证券投资的"圣经"。格雷厄姆的第二本经典著作《聪明的投资者》，在1954年出版。这两本书不断再版，至今在书店的书架上都可以找得到。我极力推荐大家读读这两本书。

虽然有惊人的发行量记录，但格雷厄姆仍然偶尔说起他的书只不过是被广为引用，盛名之下其实难副。格雷厄姆的自我评价想必是过谦了，直至今日，格雷厄姆和多德仍有无数忠实的追随者。然而，今天的投资者可能不愿意一头栽进格雷厄姆和多德的著作中。生活如此忙碌，许多投资者没有抱着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一本 850 页的大部头阅读的耐心。而且今天所面临的挑战也不同于往昔。市场的规模扩张了，各种产业更加动态化。纳斯达克，最初不过是为了小公司而建立的一个市场，现在已经成为了投资世界中前所未有的重要角色。跨国公司和国外企业的证券越来越多地出现在个人投资者的投资组合中。

企业为了争取投资者的关注，竞争愈加激烈，同样，还有一个不能被忽视的竞争，我们希望自己的个人投资组合能胜过我们那些亲戚、邻居和同事的投资组合，这种想法如今也是愈加强烈。

对于那些仍然喜爱并尊敬格雷厄姆和多德的投资者，无论个人投资者或专业投资者，可能不知道如何把二位的教条活用在 21 世纪。本书的目的就是要用简单的语言来呈现价值投资的基础法则，并展示如何将这些原则在新千年中运用。为了达到这样的效果，我只能而且必须征用格雷厄姆和多德的一些非常成功的写作和教授技巧。

沃伦·巴菲特、沃尔特·施洛斯、欧文·卡恩和其他与本杰明·格雷厄姆一起在哥伦比亚大学和纽约金融学院学习过的学生说，他的教学方法真实又中肯，因为格雷厄姆列举的都是正在发生的例子。实际上，他的案例分析通常与授课当天的股市上正在发生的情况相关。他讲的课可以现学现用，他的学生经常在第二天工作时，根据头一天晚上学到的课程完成交易。

在书中我采用了格雷厄姆的一些教学方式。通过现实中的公司发生过的真实故事来展示某个概念是怎么发挥作用的。这样，就可以明显地观察到价值投资的原则仍然有效。这就是本书的意义所在——为价值投资提供格雷厄姆和多德最初教授的，又由十几位著名的投资商实践并改进的指导。

以下是本书不会涉及到的内容：本书不是那种不同投资方法一较高下的学术论文。在呈现争议话题的时候，我会使用最通俗的术语，自始至终地偏袒价值投资。专注价值投资的投资者所提供的过往的收益记录无可辩驳。仍不信服的读者只好在其他更具深度的书籍中继续这个争论了。

在过去，“有效市场”假设和“随机游走”理论被视为价值投资的对手。我在电视上看过一个大猩猩与投资专家比赛的节目。几周后，电视节目的工作人员追查结果，可能大猩猩做的更好一些。诚然，某些所谓的投资专

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家并不比大猩猩强多少。但是目前为止就我所知，没有一个成功而富有的投资者愿意把投资组合交给一只会扔飞镖的大猩猩。事实是如此多的人把他们的钱交到专业管理者的手中，这证明实战派的人，任凭学术派怎么说，都不相信“有效市场”、“随机游走”等等那一套。近年来的学术研究正逐渐看重常识，看淡那些理论。

本书既是为专业投资者，又是为个人投资者而写的。我想对那些害怕价值投资技术性太强而难以掌握的投资者讲这样一个小故事。

写这本书的时候，我曾遇到过一个酷爱骑马的生意场上的女强人。她一生都在学习骑马，是一个综合鞍的行家，她喜欢骑马去跳很高的栅栏。当她知道我是投资书籍作者的时候，她表示很感兴趣。“我很怕买股票。万一股价下跌，害我赔了钱怎么办?”她说，然后她又补充道，“当然，我有一个我信任的股票经纪人，由他来帮我做决定。”

她最后一句话说得底气不足。当我们多聊了一会儿，我才发现真正困扰她的并不是经纪人的能力高低，而是自己相关知识的缺乏。她说：“我在电视上看《华尔街一周》。那些人都是专家，但他们经常错得离谱。虽然我的经纪人很诚实，但他也可能会出错。”她说。我给她的建议是，如果她能懂得经纪人在做的事情，她就会更容易信任她的经纪人。

“如果一个新骑手想要骑着一匹精力旺盛的小马跳过四英尺高的栅栏，她会有什么感觉?”我问。

“她会吓死吧，而且她极有可能摔下马来，也许会受伤。”这位女士回答。

我并不想暗示证券和骑马有太多的共同点，不过有一些道理的确是可以互通的。对骑马一知半解就跨上马背会增加摔下马的几率。知识的匮乏则会让我们紧张、怀疑，一旦出差错就愤懑难平。

在买房、买车或咨询医师的时候，我们都会试图尽量多地去了解整个过程，以便于自己可以参与决策，判断别人给我们的建议适合与否。我们的房子和我们的健康是如此重要，所以我们必须亲自负责并参与决策。

同样地，我们的钱也再重要不过了，不能轻易就把自己的责任丢给任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其他人，不管那个人多有学问，多么诚实。我的这位朋友对骑马跳过白色的高栅栏有勇气也有这个技术，那她也一定能够掌握价值投资的原则。经过训练和实践，她甚至会享受这一过程的乐趣。投资就像骑马一样，也是有风险的。但是你懂得越多，风险就越低。你懂得越多，乐趣也就越大。

她和其他的读者将会发现，格雷厄姆的教学方法全都采用简单直白的语言，但它们却蕴涵了更深层次的信息。每一个人都能理解到这些深刻的含义，每个人都能从中获益。本书的目的就在于简化格雷厄姆和多德的一些教学方法。“我们力图保卫投资学习者，使他们远离对表面和暂时现象的过度重视。”两位作者在《证券分析》第一版的序言中这样写道。这一目的在《格雷厄姆经典投资策略》中也同样不变。

在《格雷厄姆经典投资策略》中的段落间，读者书中会发现这样的图标：



在这些结实的柱子后面都会跟着一段语录。它们是被誉为价值投资之父的格雷厄姆所说过的一些话。如果用脚注标示，引文可能引用自格雷厄姆和多德的《证券分析》一书。

我无意取代或改动关于格雷厄姆和多德的著作，或是格雷厄姆自己写过的书。作为辅助阅读，可能谨慎的读者应该先读读《聪明的投资者》和《证券分析》。但愿如此。那将会是一次独特、充满启发的体验。

在您开始阅读之前，我有一点说明和建议。

对某些人来说，本书所赞成的价值投资原则，似乎没有包含商业道德、伦理和哲学的内容。《格雷厄姆经典投资策略》主要探讨的是投资的定量和定性，投资的道德伦理虽然没有在本书中加以探讨，但并不会减弱这一话题的重要性。高尚的投资品格与价值投资的原则并不违背，完全可以融合。所有的投资者都可以找到他们的信仰体系所接受的价值股。

在本书快结束时有两个重要的部分。在开始阅读正文之前，很多读者也许会希望先回顾一下术语表。有些术语可能比较陌生，也可能是行话。虽然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我尽量避免使用那些投资圈内的行话和黑话，有时还是不可避免。术语表的目的就是要挫败那些投资圈内满嘴切口的老油条们——他们总是把新手排除在小圈子之外。

另外本书还包含一份阅读清单，列出的都是我认为富有教育意义并且读起来有趣的书。（实际上，其中还有几本是我自己写的呢！）关于投资的书你读得越多，你就更有机会胜人一筹，因为任何单独的一本书都不可能包含所有的投资智慧，足以将投资管理好。本书的主要参考资料是格雷厄姆和多德的《证券分析》，虽然我用的不是最新的版本。读者最好记住这样一件事，本书中引用的格雷厄姆和多德的话，多半是来自 1940 年的版本。这是最后一个两位哥伦比亚大学的教授亲自主笔的版本，能够保证完全反映了他们的想法。考虑到 56 年以来的情境变迁，我对引文做了一些小改动。

最后，非常感谢那些帮助过我的人们，没有他们就不可能有这本书。感激奥斯汀·莱纳斯在编辑与研究上的协助；感谢我的文稿代理人艾丽斯·弗雷德·马特尔；感谢我的编辑戴维·康蒂；还要感谢沃伦·巴菲特、查尔斯·布兰帝、阿瑟·Q·约翰逊、弗兰克·K·马丁、杰里·林格，以及其他许许多多的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目录

第一章 价值投资的优势 ………………… 1

价值投资的历史；一些厉害的价值投资者的记录：他们成功而长久；关键概念：正确的态度，安全边际和内在价值；本杰明·格雷厄姆的写照

第二章 资产负债表中的安全性 ……… 25

在资产负债表中寻求保护，在很多种情况下，惊人的增长机会；资产负债表的关键指标：资产、负债、现金状况和股东权益；股息评估；数字有多可靠?；票面价值

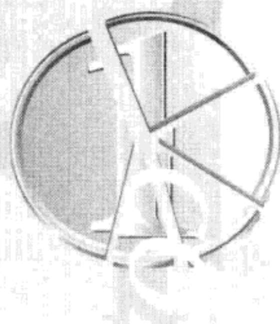
第三章 在损益表中找出增长 ………… 63

盈利作为未来的首要指标；一个投资者的盈利观；市盈率；内在价值公式；盈利趋势和推测

第四章 管理层的角色 ………………… 89

如何判断公司管理层是否为股东工作：管理绩效的定量分析；管理层对公司的重要性；股东的权利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章 打造投资组合 …………………… 107

增长对价值；目标；合适的投资回报率；分散投资的安全性

第六章 选出有价值的股票 …………… 133

价值被低估的股票的特征；防御性投资组合；进攻型投资组合；找到准确的信息

第七章 在每个市场中都茁壮成长 … 157

见见市场先生；见见查尔斯·道；市场分析的方法；辨识牛市和熊市；如果你要赌马

第八章 风险管理 ………………………… 177

非有效市场；贝塔的谬论；了解投机；为什么股票经纪人喜欢统计学

第九章 特殊情况 ………………………… 195

知道什么时候打破成规；优先股；可换股、认股权证等特殊投资；套利交易；合并、收购和破产；垃圾债券；首次公开发行股票

第十章 令你发财致富的真相 ……… 219

回顾原则；价值投资者的核对表；本杰明·格雷厄姆以外

附　录 …………………………………… 231

词汇表 …………………………………… 239

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一章
价值投资的优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道本杰明·格雷厄姆的人很多，然而令人十分奇怪的是，真正去效仿他的人却很少。我们在年度报告中详尽地写明各种投资策略，不收取任何费用，并且这些策略都是简单易懂的，可行的。但是似乎任何一个投资者渴望知道的事情都是“告诉我现在买哪一只股票?”我们和格雷厄姆一样，广为人知却甚少为人所追随。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥马哈市的亿万富翁沃伦·巴菲特是在1995年伯克希尔·哈撒韦公司的年度股东大会上提出上述观点的。就在这次大会之前不久的几个月中，他刚刚从沃尔特·迪斯尼公司并购美国广播公司的兼并案中赚取了21亿美金的利润，为他的控股公司创造了一笔相当可观的年度盈利。沃伦·巴菲特经常向他的授业恩师、精神领袖、前任雇主和挚友——已故的本杰明·格雷厄姆致敬。

令沃伦·巴菲特困惑不解的是，绝大多数投资者不停追逐和奉迎华尔街那些层出不穷的时尚，却浑然不觉真正安全且高回报的秘密法则其实就在他们眼皮底下，并且已经存在了近百年。早在20世纪初期，价值投资的基本法则就已经开始使用。这些法则与使用这些法则的投资者，在这一个世纪的大牛市与大熊市中生存下来并且发迹。格雷厄姆使用他的投资策略，亲身经历了史上最严峻的投资考验——1929年美国股市的大崩盘。

虽然格雷厄姆是众所周知的价值投资之父，但是当他首次在哥伦比亚大学教授投资学原理的时候，他还没有给他的理论起一个名字。他的目标仅仅是呈现一种合理而务实的投资方法。1934年格雷厄姆与戴维·多德共同撰写了一部具有深远影响的作品——《证券分析》，正是出于这样的目的。这本书成为了业界经典之作，是众多精明的投资人士所信奉的指路明灯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价值投资概论

价值投资者购买某个公司的股票时，就好像他正在买下整个公司，很少会关注股市短期表现、政治氛围或其他外界条件等。

价值投资者购买股票的态度就好像他们即将买下的东西是街角的一间杂货店，听起来就是这么简单。在这个过程中，他可能会询问自己一系列问题：这个公司的财务状况是否稳健？我会不会负担上高额债务？这个交易价格是否包括了建筑物和土地？这桩交易是否会为我带来稳定而可观的现金收入？我的投资会产生怎样的回报？销售额和利润还有没有增长的潜力？

如果投资者的上述问题都能有满意的答案，并且他能够以比未来实际价值更低的价格做成这笔交易，那么他就捡了个大便宜。可以说他做了一笔价值投资。

当然这仅仅是一个简单的比喻。用一家夫妻杂货店做例子，要远比用全球工业巨头，如联合利华、杜邦或戴姆勒奔驰等公司要好理解得多。

在本杰明·格雷厄姆晚年的一次演讲中，他用自己的方式描述了投资的方法。请注意以下他所描述的观点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"我的声誉——无论是一直以来的，还是最近被赋予的，似乎全都与'价值'这个概念有关。但是，我事实上真正感兴趣的仅仅是其中用直观而且确凿的方式呈现的那一部分，从盈利能力开始，到资产负债为止。至于每个季度的销售额增长率变动，或者所谓的'主营业务收入'包含还是不包含某些具体副业，类似模棱两可的事情，我从来不放在心上。最重要的是，我面向过去，背对未来，从来不做预测。"

从基础干起

今天的投资者可能更早接触一个新近流行的价值投资的近义词"由下而上的投资策略"。来自波士顿的很有成就的投资经理人赛斯·卡拉曼曾经将格雷厄姆的许多投资法则付诸于应用，并因此被称为"由下而上"的投资者或"微观"投资者。

《葛兰特利率观察家》双周刊主编詹姆斯·葛兰特对卡拉曼的评价如下："即使他对戈尔巴乔夫、德国债券市场、商业周期或全球投资收益率真的有什么见解，他也不会因此而联系他的经纪人。他从不谈论'支撑线'和'压力线'，他也很少像大波士顿地区的那些白领那样关心美联储的政策。他只投资那些'低层'的东西而并非'由上而下'，正如他自己所说：'我买的是个别公司的价值。'"

卡拉曼说，"那些采取'由上而下'观点的投资人士可能会把大把时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间花在观察经济可能变坏的程度，或者去注意市场中可能有多少人正在减仓。而采取‘由下而上’策略的投资者仅仅关注他们所购买的价值。他们也会因为市场整体下挫而保留了购买意向，但是当他们认为某些价值难以抗拒时，他们会毫不犹豫地采取行动。”

詹姆斯·葛兰特是格雷厄姆的忠实追随者，正因如此，他的著作《留心市场先生》正是用格雷厄姆在哥伦比亚大学课堂上经常应用的一则寓言来命名的。在本书第七章我们将介绍这位令人头晕眼花的市场先生。

价值投资巨星

尽管像巴菲特和卡拉曼这样的价值投资者声名远播，战绩骄人，安德鲁·巴利在1995年《巴伦周刊》上介绍九旬高龄的证券分析家欧文·卡恩时仍然指出：“严格说来，当前华尔街上真正可以被称为价值投资者的人屈指可数。”尽管人数不多，价值投资者取得的成就却举世瞩目，并且必须一提的是，那些一直以来最为成功的投资者，大部分都是本杰明·格雷厄姆的门徒。

在1976年在哥伦比亚大学对格雷厄姆所做的著名礼赞中，巴菲特将那些寻求价值的精英团体形容为“格雷厄姆－多德式的超级投资人”。巴菲特本人经常摘得“全国首富”的桂冠（每年他与微软公司的比尔·盖茨之间的排名竞争仅仅是庞大财富基数上小小变动率的比较）。巴菲特的保险公司——伯克希尔·哈撒韦公司的市值超过250亿美金，并且因其五位数的证券价格而遭人诟病，在纽约证券交易所的行情榜上占据好几行空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间。在近乎三十年中，巴菲特一直固执地为他公司的投资者提供年28.6%左右的投资回报率，标准普尔500指数的年收益率则落后其不止10%。

有一位不如巴菲特一般尽人皆知，但是在金融业内享有很高荣誉的纽约卡恩兄弟公司的创办人、同时也是本杰明·格雷厄姆的长期合作人，叫做欧文·卡恩。卡恩和他的子孙管理了将近2.5亿美金的证券。1990年至1994年期间，卡恩兄弟公司的股票组合年均收益率为19.3%。

投资效益对比表

投资者类别	期间	投资回报率（%）
沃伦·巴菲特——增长导向型价值投资者	1957年－1994年	28.6
卡恩兄弟——资本保守型价值投资者	1990年－1994年	19.3
增长导向型共同基金	截止于1995年8月1日的5年	15.36
全球共同基金	截止于1995年8月1日的5年	10.73
标准普尔	截止于1995年9月30日的5年	17.24

除了卡恩兄弟之外，另外几位著名的、值得信赖的投资公司还包括：特崔第布朗公司、红杉基金、沃尔特和埃德温城堡联合公司、以加利福尼亚为主要市场的布兰帝投资伙伴基金、加拿大 Peter Cundill and Associates 公司以及宾夕法尼亚州共同资金的经营者 Quest Advisors 等。这些公司的年盈利都在13%至20%之间。很明显，增长型基金和全球基金并不是长期盈利的唯一出路。

大师演讲

毋庸置疑的是，本书的完成得益于众多当代价值投资专家的智慧与建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



议，特别是巴菲特。如果说格雷厄姆是安全的价值投资这座果园的园丁，那么巴菲特就是首屈一指的硕果。据曾经与巴菲特同窗、当时也在哥伦比亚大学学习格雷厄姆课程的人们回忆，除了年龄的差距意外，格雷厄姆与巴菲特两个人在学术素养、气质和道德观上是惊人地相似。他们都喜欢开玩笑，即使是那些毫无新意的笑话也颇有兴致。然而，巴菲特并不是格雷厄姆的奴仆般追随者；事实上，他对格雷厄姆的学说进行了修改和调整。

在格雷厄姆百年诞辰的纪念会上，与会者展示了许多应用价值投资策略的方法。这个纪念会是于 1995 年 1 月在纽约证券分析协会举办的。华特·史洛斯和沃伦·巴菲特都应邀致词。在这个纪念会上巴菲特描述了他心目中的最理想的核心投资组合，以及看好的几只股票。

巴菲特指出，“如果你了解某个行业，那么你不需要购买其中的很多股票。”但是，他补充说，华特·史洛斯也是价值投资法的追随者，却购买了大量极其廉价的股票并从中大赚了一笔。“这就是我所说的‘捡烟屁股法’，也就是说，即使你只是捡地上那些被人抽过的烟屁股，你还是可以抽上一口，而且又不花钱。任何东西，只要能买卖就能做价值投资。”巴菲特说道。

这并不是异端邪说。虽然格雷厄姆的追随者们十分信仰他的理念，但是这些信徒中的大多数都在格雷厄姆的框架上各自发展了自己的方式，这大概也是格雷厄姆所期望的。格雷厄姆是一个不愿意打破旧习的人。虽然在过去近五十年中格雷厄姆可以说是美国最值得尊敬的投资经理人之一，但是他仍然定期修订他的理论，并付诸实际进行检测。即使在他 80 高龄之后，他仍然坚持每天抽出一小时来研究股票及股价的表现，不断努力寻找更简单、更直接的方法来实现更好的投资结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆

1976 年格雷厄姆去世后，巴菲特在《金融分析师杂志》上发表了一篇追忆格雷厄姆思维方式的文章。他写道："过目不忘，对新知识如饥似渴，用巧妙的方法融合貌似无关的问题，他的每一个思想细节都因为这些能力而熠熠生辉。"格雷厄姆是个魅力十足、个性谨慎的人，同时也是一位成功的投资大师、作家兼教授。身为纽约格雷厄姆·纽曼投资公司的创办人，格雷厄姆在建立证券投资分析师的专业训练、资格考试和考评方面也是不遗余力。

格雷厄姆 1894 年生于伦敦。当其全家移民纽约时，他还只是个襁褓中的婴儿。之后父亲不幸去世，留下母亲以及他们兄弟三人。格雷厄姆在经济拮据的家庭状况下成长，但天资聪颖的他拿到了哥伦比亚大学的奖学金。虽然他在古典文学、数学、哲学等学科的成绩极为突出，但毕业后哥伦比亚大学的院长还是把他推荐给了纽约的一家投资公司。1914 年格雷厄姆入职时，他对华尔街一无所知。

入行后没多久，纽约的金融市场因第一次世界大战而停业。待等股市重新开盘时，格雷厄姆很快就以卓越的选股技术而在华尔街崭露头角，并研究了自己独到的投资方法。此后不久他就开始管理别人的资产，到了 1920 年更是声名显赫。但也就是从那个时候开始，他的好运气开始逆转了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1929 年的股市大崩盘不只摧毁了格雷厄姆的投资组合，也摧毁了他原本想写一本关于个人投资理念的书的计划。虽然格雷厄姆有高超的选股技术，但是他的客户还是和其他人一样在大崩盘中损失惨重。格雷厄姆与他的合伙人杰洛姆·纽曼不收分文地工作了五年才使得客户的资产回到崩盘前的水平。虽然这次的经验十分惨痛，但格雷厄姆的正直与诚信也由此声名远播。

1934 年，在投资人几乎放弃股票市场时，格雷厄姆和多德出版了著名的《证券分析》一书。当时多德还只是一位初出茅庐的年轻学者，当格雷厄姆在哥伦比亚大学授课时他还是一名勤奋抄写笔记的学生。这些课堂笔记后来成为了《证券分析》这本书的雏形。随着无数次的再版，该书成为了有史以来最常青的畅销书，是价值投资者眼中的“圣经”。

格雷厄姆和多德的这本合著，最初印发的几个版本现在已经成为收藏者的目标，在市场上标价很高。这些早期的版本之所以特别具有吸引力，就是因为它们见证了时间的流逝，告诉投资者有些东西是辗转即逝的，而有些东西是亘古不变的。举例来说，作者当时所指的金字塔控股结构、庞氏骗局、美分股欺诈等现象现在仍然普遍存在；他们对合理性的分析，以及对疑问性的分析，至今仍为人倾倒。书中引用了至今仍存在的通用电气公司、福特汽车公司等实例解说重点。

1949 年格雷厄姆为非专业投资人士撰写了一本书——《聪明的投资者》，之后曾经数次再版修订，如今仍然是许多书店架上的畅销书。

格雷厄姆·纽曼公司为客户扳回 1929 年至 1930 年的损失之后，就再也不曾让它的客户亏过一分钱。前后 30 年，经历了 1929 年股市大崩盘、大萧条以及两次世界大战后，格雷厄姆的客户的年均投资回报率为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

17%，这还不包括美国政府雇员保险公司的利润。

1948年格雷厄姆在其投资组合中买下当时一家民营的政府雇员保险公司（Geico公司，全称Government Employees Insurance Co.），但是他并未注意到共同基金不能持有保险公司，因此只好将美国政府雇员保险公司变成一家公开上市公司，把原本收购的股份转分给格雷厄姆·纽曼基金的持有人，美国政府雇员保险公司的股价立刻一飞冲天。由于个别基金投资人出售美国政府雇员保险公司股票的时间不同，因此很难估算投资该股票的实际获利率，但截止至1972年为止，美国政府雇员保险公司股票的涨幅已超过28，000%。许多投资人把美国政府雇员保险公司的股票当成传家宝来代代相传。1995年巴菲特买下该公司余下的49%的股票时，美国政府雇员保险公司作为价值投资典型标的的这段历史又重演了一次。（详情请见“附录”。）

据格雷厄姆回忆，在美国政府雇员保险公司之前，他和纽曼仅被视为投资分析的好手，但是在美国政府雇员保险公司成功后，他们被认为是投资界的天才。

格雷厄姆从1928年起每周在哥伦比亚大学授课2个小时，一直坚持到1956年退休为止。1929年1月份有超过150名学生注册上课，即使在大崩盘之后，格雷厄姆的课也是堂堂爆满，这对于商学院声誉的建立可说是功不可没。巴菲特也就是在哥伦比亚大学接受教育而成为格雷厄姆的得意门生。巴菲特后来说服格雷厄姆让他加入了格雷厄姆·纽曼公司，并和格雷厄姆成为莫逆之交。在1956年格雷厄姆退休后，他原来的许多客户由巴菲特接手。这些客户的子孙中，许多人至今仍是伯克希尔·哈撒韦公司的股东。

在80岁生日前夕，格雷厄姆告诉朋友说，他希望每一天都能“做一些傻事、做一些聪明事，再做一些平凡事”。格雷厄姆82岁高龄时去世于法国南部的艾克斯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为什么不是每个人都会照做？

格雷厄姆自己也经常百思不得其解，价值投资的概念已经流传多年，而且事实已经证明很成功，但是为什么还是没人顺着这条康庄大道走下去呢？



如果有很多切实可行的方法，但又鲜为人知——考虑到证券领域有那么多精明强干的专业人员——那真是让人奇怪了。但是我们自己的职业和声誉都建立在这个难以相信的事实上。

格雷厄姆所教授的价值投资，总是风靡一时又沉寂一时。当市场不景气或风云突变难以捉摸的时候，他的理论尤其受到追捧。然而当市场进入牛市周期，赚钱变得容易时，投资者们瞬间失忆，把他的话置若罔闻。尽管价值投资的追随者长期以来取得了显著的成绩，国内许多商业院校还是把教学的重心都放在有效市场假说、资本资产定价模型、市场时机和资产配置等理论上。

学术期刊上随处可见这样的论文，宣称证实或者证伪了格雷厄姆的投资策略，或者刚才提到的其他种种理论。在商业学院、媒体与毫无主见的投资者不断地追逐一个又一个美丽却遥不可及的彩虹时，巴菲特以及其他格雷厄姆的门徒们默默前行，堆积起巨大的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小玩家感到力不从心了

尽管如此，有些投资者，特别是外行人，对价值原则望而却步，他们害怕这些概念过于艰深，害怕这个领域没有他们的立足之地，或是高级玩家们正在操纵这个游戏。其实对于那些愿意的循序渐进的人来说，学习这些原则并不难。尽管我鼓励本书的读者们要尽量多地涉猎关于股票及其估值方法的知识，但其实真正需要掌握的核心概念只有十来个左右。

有些投资者可能会觉得，现在市场上有这么多共同基金、退休基金以及机构资金管理者，较小的投资者很容易就会被排挤出去。“专家不是早就锁定所有被低估的公司，抢走了所有的便宜货吗?”他们会这么问，“我们什么也捞不着。”

的确，价值投资法对于大资金投资人特别有用，尤其是那些受托责任人。约翰·特雷恩在他 1980 年的畅销书《金钱的主人》中指出，格雷厄姆的方法“似乎对于机构投资组合，例如银行管理的退休基金等尤其适合。这个方法显然‘符合身份’且有条有理——事实上最适合银行家了。”

选择多的是

虽然已经有不少机构经理置身价值投资的果园中，但树上的果实是摘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不完的。大型共同基金就像是个行动缓慢的巨人，顶多只能捡树顶的果子。他由于长得太高太大，所以看不到树的底部或是隐藏在树叶之下的累累果实。而个人投资者虽然矮小却更加灵活，就算与巨人同行却还是可以满载而归。

格雷厄姆在 1974 年所写的一篇文章中，就强调了小资金投资者的优虑：



> 我相信，个人投资者只要有正确的原则，并获得正确的投资建议，长远看来，其投资绩效一定远胜于机构投资者。信托投资公司的备选标的也就是 300 只上下，但个人投资者却可以有多达 3，000 个项目供他考察和选择。真正的好买卖大多数都不是大型股；基于这一不容忽视的事实，机构投资者甚至算不上是廉价品猎手的对手。

财力太充足，有的公司却迷惘了

沃伦·巴菲特麾下的伯克希尔·哈撒韦公司就是一个证明机构投资者面临的各种困难的好例子。巴菲特，就像许多巨型共同基金的管理者一样，只能大量买进某只股票。如果他不持有几家大公司大份额的股票，可能他就会发现自己手上持有的是几千家公司的股票，每只股票可能有多个买进价位，根本照看不过来。不但管理的成本会是个天文数字，随之而来的还有公司失控的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但这并不代表巴菲特已经放弃了格雷厄姆和多德的投资原则。巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司1994年的年报中这样说道："问题不在于过去曾经管用的东西在今天却失效了。相反的，我们相信我们自己的公式——以合理的价格购买有着良好的经济基础，由诚实且有能力的人们运营的公司——获得应有的成功是必然的。"

但是，巴菲特说道，钱包太鼓也是卓越投资绩效的敌人。"伯克希尔今天的净值为1190亿美元，但是查理和我刚成立公司的时候它的净值仅为2200万美元。虽然市场上依旧有许许多多值得投资的好公司，但是那些相对于伯克希尔的资本来说过于渺小的投资机会已经没有什么意义了。"

如此一来，巴菲特只能考虑购买那些能让他投资1亿美元以上的公司的股票，"在这种最小额度限制之下，伯克希尔所能选择的投资范围就会非常小"，巴菲特这样写道。

市场操纵

个人投资者常常会感到不安，怀疑像巴菲特这样的大型投资者会按照他们自己的利益来操纵市场，用查尔斯·道的话来说就是占了"小散"的便宜。投机和操纵，确实在查尔斯·道的时代非常盛行，但那是远在严格的证券交易规则和证券交易委员会设立之前。在如今井井有条的秩序下，人为操纵虽然偶尔还会死灰复燃，但已经难得一见了。而且，即便在操纵股价如"家常便饭"的查尔斯·道时代，查尔斯·道也不认为操纵对于市场有长期影响。

"庄家只是权倾一时，"查尔斯·道在1901年写道，"他可以让市场价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格涨或跌。庄家可以误导投资者，诱使散户在他想清仓的时候买进，在他想吸筹的时候让散户卖出；但是操纵某只股票不可能一直持续下去，迟早曲终人散，闹剧收场。最终还是投资者的买入或卖出决策决定股票价格，与投机倒把无关，也就是从宏观上讲，股票的价格体现其真正价值。

是一种哲理，而非一个公式

一些评论家不认同价值投资方法，他们之所以不认可，是因为他们坚持要得到可重复验证的统计检验、实证检验或数学证明。事实上，已经有学术研究支持价值投资法的理论。但是那些直接受教于格雷厄姆的人们谨慎地解释说，格雷厄姆和多德的《证券分析》和格雷厄姆的《聪明的投资者》并不是投资专家的烹调说明书。它们不是实验手册。价值投资基于哲学思想而不是数学命题。这里没有步骤一、步骤二和步骤三。格雷厄姆的目的在于他的学生能使用演绎的方法来独立思考。

即使反复检验、质疑、探究和斟酌的格雷厄姆和多德的概念，最基本的部分——基本法则——仍是屹立不动。

三个重要概念

沃伦·巴菲特在谈到来自格雷厄姆的训练时，他说在哥伦比亚大学学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的两件最重要的事是：

- 正确的态度
- 安全边际的重要性

只要稍加注意巴菲特的讲演，以及伯克希尔·哈撒韦公司的年报，格雷厄姆的第三个重要概念在其间反复出现，那便是：

- 内在价值。

这些概念是价值投资哲学建立起来的重要基石。本书后后面的章节中会分别对这三个概念展开叙述，这里只做大致介绍。

正确的态度

一个价值投资者要想成功，就应该对投资抱持一种正确的态度，尤其是要对投机眦目欲裂。格雷厄姆坚称投机并不是投资，而且辨清两者之间的分别是至关重要的。那么他们有什么区别呢？

进入投机领域，我们很容易就会被伶牙俐齿的投资专家忽悠，他们想让我们相信：夸夸其谈的收益记录、玄乎其玄的数学公式、闻所未闻的高级概念，这些就是我们把钱交给他们去操作的理由。有时我们甚至会主动陷入自欺欺人的境地中。我们会败给人“好赌”的天性，正如格雷厄姆和多德说的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





即使购买（证券）的潜在动机纯粹只是投机式的贪婪，但人性使然，总是要用一些看似冠冕堂皇的逻辑与理由，把丑陋的冲动给掩盖起来。

投资者有无数种方法可以把自己的钱扔进投机的赌博游戏中，最常见的手段是“赌涨跌”。格雷厄姆向来对所谓市场时机嗤之以鼻。他强调任何仅根据预测未来市场的走高或走低而做出的财务决策，都是投机行为。

投资主张能够提供：

- 资本的安全性
- 对适当回报的合理预期

想要知道自己资本是否安全以及你是否可以得到符合预期的投资回报，需要做一些研究和分析，但并不需要超高的智商或是数学技巧。甚至，如果手上拥有正确的资讯，在别人眼中看来风险十足的提案，对你来说都有可能是不错的投资机会。幸运的是，决策所依赖的信息在今天是很容易获得的。

安全边际

对于学习投资的学生来说，一提到本杰明·格雷厄姆，最先让人联想到的字眼必然是—“安全边际”。这不是什么高深的概念：安全边际就是一个女孩子出门约会时为了以防自己落单而额外准备的回家的计程车费。

意料之外的灾难是投资回报的大敌，但是发生不测在所难免。投资决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策所基于的资讯可能是虚假的；你们公司魅力十足的首席执行官可能在塔西堤岛度假时意外失踪；你刚刚投资的酿酒厂受到洪水的侵袭，威士忌酒成了污水。重视安全边际则可以帮助投资者防范这些令人不安的可能。

买入证券之初就要建立起安全防护网。建立的方法有很多。格雷厄姆建立他的安全边际主要通过搜寻如下三个方面的优势：

- 资产的评估
- 获利能力的评估
- 分散化投资

其他老练的价值投资者都有他们自己的安全隔离带。例如，有的人要求公司拥有较大额度的冗余营运资本作为缓冲；有的人钻研现金流量，而有的人则关注股息支付的模式。

内在价值

如前所述，价值投资就是寻找以等于或低于其内在价值的价格标价的证券。这种投资可以一直持有，直到有充分理由把它们卖掉。比如，股价可能已经上涨；某项资产的价值已经下跌；或者政府公债已经不再能提供给投资者和其他证券一样的回报了。遇到这样的情形时，最受益的方法就是卖掉这些证券，然后把钱转到另外一个内在价值被低估的投资上。

格雷厄姆并不是发明“内在价值”这个词的人，虽然他的教学和写作赋予了这个词前所未有的丰富涵义。早在 1848 年，内在价值一词的使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



已经和股市相联系起来。投资方面的作家威廉·阿姆斯特朗就曾把内在价值作为决定证券的市场价格的主要要因素之一。

内在价值的概念在查尔斯·道担任《华尔街日报》的编辑兼专栏作家时被进一步巩固。查尔斯·道虽然以研究股市运动闻名，但他也不断告诉世纪之交的读者们，股价的涨跌其实源自于投资者对于一个公司未来的获利性的认知——换句话说，就是对股票的内在价值的认知。

查尔斯·道的遗产

"从长远的角度来看，价值决定价格，这种假设永远是安全的"，查尔斯·道在1900年5月18日的专栏中写道，"价值与现在的波动无关。一支没什么价值的股票可能和最优秀的股票一样很容易就上涨5个点，但经过持续的价格波动，好的股票终将飞黄腾达，差的股票则沦为牌桌上的筹码，弄不好连投票权都没处去行使了。"

1940年版的《证券分析》中，格雷厄姆和多德使用了一个如今已经作古的公司作为如何界定内在价值的例子：



在1922年，航空股票暴涨之前，莱特航天公司股票在纽约证券交易所的交易价格仅8美元，当时该公司即将配发股息为1美元，相当一段时间内每股收益超过2美元，同时现金资产项目下还有超过每股8美元的国债。从这个例子来看，几乎就可以分析得出这家公司的发行的股票内在价值远超过其市场价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆后来在1928年又再次查看了莱特航天的表现。那时该公司股价已经高达每股280美元。当时莱特航天每股配息2美元，每股收益8美元，每股资产净值为50美元。莱特航天公司仍然是一家好公司，但是其未来的前景已经与它的市场价格不相匹配，按照格雷厄姆的估算，莱特航天的市场价格已明显高出其内在价值。

充满艺术的科学

沃伦·巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司1994年的年报中，花了好几页纸来解释他是如何追求内在价值的。和大多数投资人所预期的一样，巴菲特会定期报告伯克希尔·哈撒韦公司的每股账面价值。“就像我们不断告诉你的，内在价值才是重点所在，这个数字无法精确衡量，但却必须予以评估。”然而，他继续说道，“我们把内在价值定义为，某个公司在存续期间能产生的现金收入的折现值。”虽然巴菲特指出，这是一个主观的数值，会随着对未来现金流量的估值的变化，以及利率的变动，进行不断修正，但是它仍然具有重大的意义。

巴菲特也以自己在1986年购买的史考特费泽公司为例来论证这一点。在被伯克希尔·哈撒韦公司收购的时候，史考特费泽公司的账面价值是1.726亿美元，伯克希尔·哈撒韦公司出价3.152亿美元，足足比面值多出了1.426亿美元。在1986年到1994年间，史考特费泽公司的总收益一共是5540万美元，并支付了伯克希尔·哈撒韦公司股息6.34亿美元。股息之所以高于收益是因为该公司有足够多的现金，或者说是留存收益，这些全都回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



报给了它的股东——伯克希尔·哈撒韦公司。

因此，伯克希尔·哈撒韦公司（巴菲特持有超过60%的股份）的投资额在3年之内翻了3倍。伯克希尔·哈撒韦公司现在仍然拥有史考特费泽公司，而后者的账面价值仍然与当初被收购时相同。从收购该公司至今，伯克希尔已经通过股息获得了收购价格的2倍的金额。

有的分析师认为现有的资产净值是内在价值的衡量指标。其他分析师则关注市盈率等其他更加流动的因素。投资者不管使用哪一种方式，目标都是要找到评估各公司现在与未来的价值的方法。

“不言自明，真正优秀的公司能产生比其内部所需要的花费更多的收入（至少被收购之前的几年是这样），”巴菲特解释说。这些钱就可以再投资以增加公司的价值，或作为股息支付给股东。而不管是哪一种方式，这些多余的钱最终都会回到股东那里。

结语

价值投资的原则可以运用在任何类型的证券上，包括优先股、市政公债、公司债券及共同基金。从《证券分析》和《聪明的投资者》两本书最后一次修订至今，每一种证券都发生了巨大的演变，但价值投资的基本教义仍旧适用。受篇幅所限，《格雷厄姆经典投资策略》这本书的视野范围有所限定，本书的大部分重点都放在了普通股上。

在下面的几个章节中我们会通过学习如何从资产负债表中判断安全与否以及从损益表中看出增长前景，来进一步研究安全边际与内在价值。格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷厄姆选择股票的众多方法中的一种，净资产价值法，主要依靠的就是资产负债表。第二种，盈利能力法，要靠损益表。

本书后面，我们还将探究评估公司管理能力、选择单只股票、构建投资组合、进行风险管理以及利用特殊投资机会等的方法。价值投资者从来不会试图预测股市的动向，但格雷厄姆的原则可以帮助投资者在华尔街一片欢天喜地的时候保护自己，或者在华尔街笼罩愁云惨雾的时候利用这种短视行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本章中，请记得

- 价值投资让很多投资者连续保持了每年17%或更高的回报率，已经打破了“因为所有的投资者同时获得同样的资讯，所以没有人可以击垮今天的市场——市场因此而有效率”的说法。“如果市场时有效率的，我就是个拿着破碗沿街要饭的乞丐了”，巴菲特说道。
- 和投机不同的是，投资提供了资本的安全性，外加适当回报的合理预期。
- 不要去赌市场的波动方向。长期来看，证券的价值决定价格。
- 安全边际就是工程师为桥梁、飞机和摩天大楼增加的额外强度，以备情况糟糕得超出你的想像范围的不时之需。
- 富达麦哲伦基金的前经理人彼得·林奇在谈到究竟是什么让一个公司的明天比今天更加值钱的问题时，总是最终归结这两样东西——盈利和资产。

虽然有的时候一家公司的股价追赶上它的价值需要好几年的时间，但是最后终将会追上的。“价值永远不辱使命——至少现在已经有太多的案例让我们对这一点深信不疑了”，林奇这样写道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二章
资产负债表中的安全性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钻石是女孩最好的朋友。

——作曲家 里奥·罗宾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者也同样喜爱有形、不朽、灿烂的资产。

格雷厄姆职业生涯早年的时候，他最精通的投资技巧就是根据某家公司的资产状况来探寻信息，并对投资者解释这家公司的价值。虽然后来在探索公司内在价值的过程中，格雷厄姆逐渐把焦点转移到盈利方面，但他仍然相信资产负债表反映出的资产状况，是了解股票、建立坚固的投资组合，进而获取长期高额回报的基础：



在此之前，我们已经无数次表达过我们的信念，那就是资产负债表应该受到更多的重视，而不是华尔街多年以来对待它的这样一个态度。

对一个投资新手来说，学习财务报表可能是一件非常麻烦的事，尤其是对于缺乏财务经验的人来说，财务报表简直是天书。而即使是较有经验的投资者，面对一行接一行的数字，可能也会望而却步。所幸，与投资决策关系重大的只有少数几个关键的数字与比率。格雷厄姆不断强调数字的重要性，因为他知道“所见即所得”。格雷厄姆早在计算机程序员发明WYSIWYG（所见即所得的缩写）之前就懂得这个道理了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



所见即所得的投资



通俗一点来说，（内在价值）可以被理解为由事实支撑的价值，这些事实包括资产、盈利、股息、确定的前景等等，而绝非是由主观认识或心理失衡决定的市场报价。

有些证券分析师认为资产负债表中所能够找到的“事实”屈指可数，但另一些人则不以为然。信念相左常常会制造出壁垒分明的阵营，甚至在价值投资者之间也会如此。

数字有多可靠？

格雷厄姆对“创意会计”的批评可谓不遗余力，他有时会写些讽刺意味十足的文章来予以抨击。在一篇文章中他提到美国钢铁公司，这是他最爱嘲讽的一家公司，因为这家公司的“试验性会计实验室”为公司创造了价值。尽管在美国证券交易委员会以及美国财务会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计准则委员会的监管和震慑之下，没有会计师及财务人员敢擅自篡改数字，拿自己的职业前途不当一回事。然而，如果我因此就相信公司从来不玩数字游戏，那就太天真了！

“存心弄虚作假其实很少见；大部分的不实的陈述源自于会计技巧的使用，而这也是有能力的分析师应该能勘查到的。更多的是知情不报，而不是虚假报告。”

这种不实的报告，有时也连专业的投资者也会被迷惑。比如，1994年的时候财务会计准则委员会试图要求把股票期权的价格和其他类似的发行物的价格作为计提费用列示在公司的损益表中。许多公司的高层，作为股票期权的主要接受者，因此而四处游说，甚至联合国会对财务会计准则委员会及证券交易委员会施加压力，希望能维持现状。

“人们当然会有疑问，如果股票期权毫无价值，”印第安那州的投资经理人弗兰克·K·马丁说道，“那么他们为什么还要发行股票期权呢？反过来说，如果股票期权确实有其价值——你看一眼《华尔街日报》的期权版面就知道，那些报价就写在那儿——股票期权不是费用的话，那它们是什么？股票期权的价值不能在行权之前被确定这一事实，让它们在费用项目上所做的文章丝毫不输给折旧，都纯粹是资产的外衣罢了。”

当“存心弄虚作假”的情形发生时，一定会有什么地方不对头。这些警告信号包括：审计师签署保留意见，公司高层与审计师持续不断的争论，经常更换审计事务所，不断的变换计提折旧的方法。

没有哪个证券分析师会给公司报表做调整，不会一个项目又一个项目地核对修改。当投资者发现管理层在会计报表上做了手脚，他应该马不停蹄地去寻找另外一家公司来投资。只要涉及到证券的事，信任是至关重要的。

“当一家公司奉行的是有问题的会计制度时，不管它的股票在表面上看起来有多安全、多吸引人，投资者都应该避之唯恐不及。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



伟大的论战

沃尔特·施洛斯和欧文·卡恩，是与格雷厄姆一起工作学习过的经验丰富的投资者。他们仍然强调资产负债表的重要性。巴菲特则更多地把重点放在损益表上。他们三位都在赚大钱。

施洛斯在第二次世界大战结束后退役，加入了格雷厄姆纽曼公司，然后在1955年离开，自立门户，从有标准普尔500指数的那一天起，其投资绩效从来就没输给过指数。过去39年来，平均年回报率是20%多一点，而且他采取的是低风险的策略。施洛斯相信资产负债表，因为他说和损益表相比，资产负债表较不容易受人为操纵。

卡恩在哥伦比亚大学给格雷厄姆当了几十年的助教，在他90岁高龄的时候，仍然以一种尊重传统的态度，经营着一家相当成功的纽约的投资公司。"我们重视资产负债表和资产。我们是有点旧派，因为我们的最高目标是保全资本。我们只买那些我们有理由相信能保全资本的股票，"卡恩如是说。

他的儿子托马斯是家族公司的合伙人，他做了进一步的解释。"股票的市价不会向下大幅偏离其内在价值，除非市场预期这家公司遇到了大麻烦，这种关注和判断或者是正确的，或者是错误的。我们的工作就是要分析判断这些公司究竟是真的遇到了持续的大麻烦还是暂时的小问题。"

然而，巴菲特指出，在打理较小规模的资金时，将关注点放在资产负债表上是较有效率的方法。他摒弃了格雷厄姆关于有形资产优于无形资产的说法。当以大钱滚大钱时，无形资产往往有助于提升投资收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平衡的观点

格雷厄姆自己也注意到了，资产负债表对抗损益表之间的论战也有它的合理性。不可否认，公司的收入能力是投资者明智地选择股票的一个重要的因素。格雷厄姆和多德曾经指出，股票的价值完全取决于其未来的获利能力；但另一方面，格雷厄姆说过，这个论点不能保证万无一失：



> 过去多年的观察结果这样教导我们，投资者发生惨赔，往往是在经济形势大好的时候购买了质量欠佳的股票。投资者误把现阶段的良好盈利状况和其“盈利能力”画上等号，同时又把一时繁荣当成了安全的同义词。

损益表的表兄弟

事实上，想要对一家公司有全面的了解，我们必须要从资产负债表与损益表双管齐下才成。我们可以通过用一个“价值的二元测验”来做到这一点。一个测试是对资产负债表的信息，另一个测试是对损益表。

要评估某家公司的投资潜力主要从有三个要素要研究：前两个要素可以在资产负债表上找到；第三个与损益表有关：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 从资产的数量和质量我们可以看出公司的稳定性与安全性，在某些特殊状况下，也决定股价上扬的能力。
- 负债会抵减公司的资产和盈利，但也可以激发公司成长。
- 盈利的能力与潜力是促使股价上涨的主要基础。

可能是因为如今有太多人将焦点放在盈利能力上，出于我作为一个叛逆者的天性，偏偏从资产负债表开始说起。毫无疑问，资产负债表是索然无味的。在下面的讨论中，我们会尽可能讲得引人入胜，如果做不到吸引你，至少我可以保证简单易懂，从投资者的角度，而不是会计师的角度来分析资产负债表。从这些沉闷的纸张上我们要找到的是所有重要却难以捉摸的概念——代表股票内在价值的每一个美元。

让人舒适而甜蜜的惊喜

对于价值投资者来说，第一个应该遵守的原则就是不要亏钱。基于此，关于资产负债表的任何训练都是值得的。资产负债表中的消息可以是负面的、正面的或是中性的。它会告诉你这家公司是不是可能快破产了，或正原地踏步，或是它的经营基础非常牢固。资产负债表上的数字同时也暗示着内在价值的下限——当股价低于这个数字，该只股票就是真正的廉价品。

资产负债表既可以传达警示信息，也能为投资的安全性提供让人放心的保证。如果资产负债表所确定的内在价值足够高，投资者就会有信心等到该公司发达的那一天，长期投资的报酬率将十分可观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产负债表还可以为投资者带来不一般的好处，格雷厄姆指出：



当和证券的市场价格相比，公司手中握有过度庞大的现金时，这样的公司非常值得投资者关注。在这种情况下，股票的价值可能远比盈利记录上所显示的价值要大，因为该公司的很大一部分内在价值反映在现金上，现金对盈利没有什么贡献。最终股东总是可以通过发放股息，或是转而投资在营运上，享受到这些现金资产带来的好处。

本章稍后在说明隐蔽资产型公司时，会再次提到现金的持有问题。

什么是资产负债表?

资产负债表有时又称为状态报表，这种描述可以说是恰如其分。这是公司的一张“截图”，在公司生命中的某一特定时点——比方说，在每一个运营阶段结束的时候，如一个季度，或是一个会计年度结束，截取其财务方面的状态。“分析公司的一个办法是看它的资本构成（资产项目）和资本来源（负债项目与股东权益）”，约翰·道恩斯和乔丹·古特曼在他们合著的《金融与投资辞典》中指出，“资产等于负债加股东权益，而资产负债表上的项目就是等号两边的组合。”

财务报表上中充满着各种定量测度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 定量因素是那些可以应用数学来分析的投资信息。不过幸好，这些定量因素可以被简化成一些每个人都会懂的简单的原则。

最终，资产负债表的定量因素，只是筛选股票的一种方法而已，后面还要进行下一步，定性分析。

- 定性因素是可以使用智慧去分析的那些信息——他们要求我们得运用推理能力。定性因素包括公司的性质，公司在行业中的相对位置，公司的实体、地理、运营特征、公司的管理，以及公司在行业与总体经济状况下的前景等。

总的说来，资产负债表和损益表谈论的都是那些可以促使你做出买入决定的事情。一个随身携带的计算器就可以帮你处理这些数字，但做出决定究竟要不要购买该股票的是投资者本人。

资产负债表都告诉了你什么

资产负债表的主要指标包括：

- 资产
- 负债
- 现金状况
- 股东权益状况（包括股息）

然而，上面这些数字应该相互联系起来予以考虑，否则单独分析个别数字并没有太大意义。这些数字用比率形式互相比较，或是除以发行在外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的普通股股数然后和股价比较。将一家公司的比率与它的同业竞争者或行业平均的比率相比，以此来观察这些数字的意义。

阅读财务报表

负债权益比率、运营资本、流动比率、速动比率（酸性测试）等都是从资产负债表中衍生而来的。极端保守的投资者甚至会拿公司的账面价值与它的股价相比，来看看股票是否真的物美价廉。还有的人认为账面价值没什么意义。这个争论我们留待后面再说。

无论账面价值有没有意义，都得从看资产负债表开始。

不管看什么财务报表数字，都应该时刻在作比较。大多数公司的会计年报都会把这一年的数据与前几年的数字一同呈报，有些公司甚至会用走势图表示这几年中的变化。分析服务提供商，例如价值线公司与标准普尔公司，可以提供多达十年的历史资料。只看单独某一年的数字无法从中观察公司的稳定性与成长情形。但逐年比较资产负债表与损益表，就可以看出事态发展的情况。任何一家公司都有自己的高潮和低谷，但是如果股价要上涨，公司必须在长期来看是增长的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者对资产的观点

对投资者而言，资产价值就像是一张安全网。股价可能会下跌，但它很难跌穿这张安全网。这张网也可以让股价反弹。如果用资产来衡量，某只股票的价格被低估了，那么接下来一定会有什么事情发生，使得股票的资产价值被完全地体现。这个“什么事情”可能是股价的自然上涨，并购要约，或者是，最不寻常的一种情况，就是清算资产，然后将现金用特别股息的方式发放给股东。

虽然清算资产的情形极少发生，但不久之前就差一点发在一家大型的公司身上。通用动力公司，在美苏冷战已经结束，美国的军事经费将大幅削减的消息传出后，其股价急转直下。通用公司制定了大胆的计划，要将其一部分价值39亿美元的资产转为现金，以保护某些大股东的权益。

资产可以回收再利用

这家有百年历史的军火供应商，把它的军用战术装备、太空系统、塞斯纳分公司，以及数据处理等部门都卖掉了。最后，通用动力公司只剩下核潜艇及军用装甲车辆（坦克）这两个事业部，公司管理层认为只有这两个事业部有把握领先市场。1992年，当公司的重组方案还在进行之中，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特买下了该公司15%的股份。

同时，通用动力公司也提出了一个不同寻常的股票销售类型，叫做“荷兰式拍卖”，使得公司最大的股东，芝加哥皇冠家族将其手中的部分投资兑现。1993年，通用动力回购了该公司将近30%的股票，并于同年向股东发放每股总额50美元的特别现金分红（外加正常的股息），芝加哥皇冠家族也包括在内。这次特别发放总计每股50美元。

完成这些工作之后，通用动力公司的长期债务实际上已经降到趋近零；其销售额也减到了原来的三分之一；但该公司的总市值（你能买到的公司所有股票的价格的总和）却从1993年的10亿美元增加至1995年的30亿美元。通用动力的股价也由1990年9．5美元的低点跃升至1993年的60美元的高价。通用动力公司的热潮冷却后，股价一度回落，但1996年初时又回到59美元。

1995年，通用动力仍然持有12亿美元的现金（约每股18美元），这样的情况通常会使公司成为恶意杠杆收购的目标。但是，因为皇冠家族仍然持有13%的股份，而伯克希尔·哈撒韦公司也持有8．4%的股份（发放现金股息后伯克希尔·哈撒韦公司卖掉了一些持有的股票），使得任何并购要约都不是一件容易的事。

隐蔽资产型公司

在组织精简的过程当中，通用动力公司是一个隐蔽资产型公司。“隐蔽资产型公司就是这么一类公司，你知道它坐在金山银山上，但是华尔街

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



那帮家伙却视而不见。”彼得·林奇这么解释。

林奇指出，例如像伯灵顿北方公司、联合太平洋公司、圣大非南太平洋等公司，都承袭了19世纪美国政府为了鼓励兴建铁路而廉价抛售土地的雄厚不动产。事实上，这些铁路公司收获得的不仅是土地，还包括石油、天然气、采矿及森林开发的权利。在20世纪结束之前，运输业的本质已然改变，铁路公司之所以值钱，不只靠铁路运输本身，更大部分是由于他们所拥有的天然资源。资产使铁路公司价值连城。

不是所有的资产都相等

老一辈价值投资者——他们对于1929年的大萧条仍然耿耿于怀，深怕重蹈覆辙——与像巴菲特这样的新时代的投资者之间的分界线在于对特定类别资产的态度不同。保守派的投资者把信心建立在有形资产上。较现代的投资者则认为如果能减少一点对有形资产的要求同时更多了解无形资产，就可以找到提高总体投资报酬率的动力。

沃伦·巴菲特说，他是在丢掉重视有形资产的习惯以后，才获得了一些他最大的成功。“凯恩斯·约翰·梅纳德指出了我的问题。‘找出新意并不难，难的是摆脱旧习惯。’我拖了好久才摆脱了旧习惯，部分原因是因为同一个老师所教给我的东西在过去（并且一直都）体现了非凡的价值。最终，直接或间接的商业经验，产生了我现在强烈地偏爱拥有大量的商誉、但却使用着最小量的有形资产的公司。”可门可乐和政府雇员保险公司都是伯克希尔·哈撒韦公司持有股份的公司中这一类别的典型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

硬资产

有形资产包括现金以及固定资产，如土地、建筑、设备、办公家具。固定资产，尤其是那些已经付款完毕并开始增值，并且现在在账目上的价值低于它们的实际市场价格的，可以说是非常重要。一些老牌公司，例如美国电话电报公司、杜邦公司以及许多公用事业单位，常常就因为它们的固定资产价值的提升而连动其股价增值。

不过有形资产的价值也可能问题颇多。有形资产的计价尺度无法统一，现金资产可以按照面值来计算，但是建筑、机器、非流通的投资，可能只值宣称价值的一半（甚至不到一半）。房地产价格尤其不容易掌握，因为可以议价，而且影响价格的因素太多。

软资产

无形资产的价格就更加让人难以捉摸了。无形资产包括商誉、专利和商标、许可证、资本化的广告效果，以及其他任何足以让公司在市场上有立足根本或优势的非实体资源等。可口可乐全球知名的标志就是个好例子。虽然公司的评估是符合逻辑的，有时候甚至是非常纯熟的，但要给无形资产定个价格几乎是不可能的任务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格雷厄姆和多德并不以钟爱无形资产而闻名，但是他们知道，无形资产带来的盈利并不比只要求现金投资的资产在竞争力上逊色：



现代商业环境中，这些所谓的“无形资产”，商誉甚或一个极有效率的组织，在对盈利的贡献上丝毫不输给建筑和机器设备。当商业环境转好，对资本投入的需求相对小的公司可能显示出更快速的增长势头。通常，比起那些挣来的每一个美元都包含了大量资本投入的公司，资本要求低的公司可以更快速地增加销售额和利润，给股东带来优异回报。

资产价值的清算		
资产清算时实际所得与账面价值的换算比率		
资产类别	一般范围	粗略平均
流动资产：现金资产 （包括在交易市场上的证券）	100	100
流动资产：应收账款 （减去坏账准备）＊	75－90	80
流动资产：存货 （取成本与市价二者中的低者）	50－75	67
固定资产与其他资产： 房地产、建筑、	1－50	15（近似值）
机器、设备、非流通投资、		
无形资产		

＊分期付款的零售业务应收款必须在清算时以更低的比率来估价。范围大约是30%－60%；平均，大约是50%。

资料来源：《证券分析》（纽约：麦克劳希尔出版公司，1940），579页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账面价值，但是有人在乎吗?

如果关于有形资产与无形资产的争论越激烈，关于账面价值的争议就越少。许多严谨的投资者并不在乎账面价值。账面价值可能会迷惑那些以公司年报、证券分析报告和其他以账面价值为计量基础的读者。

账面价值一度被认为是公司财务报表中最重要的要素，但是那是旧时代的事情了。当投资者意识到资产的价值与它们的原始成本、它们当前的市场价格、甚至它们在未来的重置价格都没什么关联。会计师孜孜以求的就是让那些厚厚的簿记本能够反映实际价值，而这个目标实际上是镜中花水中月。在售出之前，没有人知道公司的绝大多数资产（现金和现金等价物除外）与真正的市场价值究竟相差多少。

在伯克希尔·哈撒韦公司 1995 年的年度会议中，当被问到账面价值的重要性时，巴菲特回答说，“账面价值不是我们要考虑的。我们重点应该考虑的是在现有的资本配置下能产生多高的回报。”账面价值，他说，植根于过去，是历史投入；而内在价值，是未来的产出。问题就在于许多分析师把账面价值与内在价值混为一谈。说一个老生常谈的事，账面价值（如果宣称合理准确）就是内在价值永远跌不破的底线价格。如果一切进展顺利，公司的增长定然会远超过账面价值。

这个经常被提到，却连重要性都存在争议的数字到底是什么呢?

账面价值 =（总资产 − 无形资产 − 负债 − 已确认的除权）/

（发行在外的普通股股数）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



《华尔街日报》曾经举例解释格雷厄姆如何计算账面价值："一家有20亿美元资产、16亿美元负债的公司，其账面价值就是4亿美元。如果它的普通股股数是2000万股，那么它的每股账面价值就是20美元。所以格雷厄姆绝不会以超过每股24美元的价格购买这只股票。"

在今天的股票市场上，某一只股票的交易价格通常是其账面价值的3倍。格雷厄姆说，引起人购买欲望的股票价格，最好是不要超过有形账面价值的1．2倍，而且越低越好。

➲ 我们关心：账面价值还没有死

尽管有这些已被承认的缺点，买入股票时，账面价值仍然是衡量每股所包含的公司实际资产的有效途径。对于遵照格雷厄姆的告诫，以买下整个公司的劲头来买股票的人，账面价值是一个充满信息的数字。它告诉投资者掏出去的钱换回来了什么。如果可以用较低的价钱购买类似的资产或创立一家新公司，并因此得到相同或更高的投资回报，那么这是一个明智的做法。事实上，格雷厄姆和多德说过，这恰恰就是成功的公司面临更多竞争的原因：



> 实际上，支持以低于资产价值的价格购买股票，反对用高于资产价值的价格购买股票，存在非常合理的解释。如果一家公司的股票溢价交易，那是因为这家公司的资产可以提供丰厚的收入作为回报；而丰厚的回报就会吸引更多的竞争者，那么，一般来说，这种溢价交易的情况不会无限期持续下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反过来也一样，如果一个公司的股价比资产价值还要打折扣，也是因为它的盈利出奇地低，他们说：



因此，不能草草地用一个貌似合理的方法在账面价值和股价之间建立联系，除非真的有非常强硬的理由让买者明白他正在根据一个事实作出决策，并且自认为他的决策非常合理。

1995 年美国大通曼哈顿银行的股价低于账面价值，当时投资者迈克尔·普莱斯持有该公司 6. 1% 的股票，并开始对管理层施加压力要求“将价值最大化”，当然这很合理。普莱斯要求管理层想办法拉高股票价格。没过多久，大通银行就在银行内启动了一项非常激进的成本缩减措施，并在 1995 年 8 月宣布了与美国化学银行进行 100 亿美元的股权互换计划而合并。并购人和投资者希望，这会使该公司的资产回报率提高。

负债问题

一旦投资者考虑过公司资产的性质之后，还要对资产负债表问另外两个问题：

- 负债是可以管理的吗?
- 当负债清偿完毕，是否还有足够的现金维持公司的运营?

绝大多数人对负债的认知都停留在直觉的阶段。我们根据过去的生活经验知道，债务是健康而又危险的。助学贷款、房屋贷款、汽车贷款以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于主要资产的贷款，可以帮助我们改进财务状况。短期贷款有助缓解突发的预算难题。过多的借款却会把我们送进救济院。公司也是一样的。

就像彼得·林奇提醒我们的："没有负债的公司就不会破产。"

从积极的一面来看，对外借贷能够增加公司可以运用的资金。格雷厄姆和多德指出，负债是资本结构的一部分，借贷可以给公司更大的能力，以便修建新设施、开发新产品或拓展更多的市场：



所有公司最理想的资本结构，包括可以安全发行并买来投资的高级证券。

巴菲特也赞同："我们并不相信借钱有多糟糕。我们很愿意向我们相信的——最坏的情况是这样——不会对伯克希尔·哈撒韦公司的前景产生威胁的好人那里借钱。

让数字比率开始吧

但是由于大量的银行负债是财务薄弱的典型讯号，分析师通常会用各种检查方法以测量公司的债务状况。第一个测量方法是用负债权益比，它表示的是代表贷款背后所有权的支撑状况。它表示一旦公司需要清算时，股票可以作为债权人索赔的缓冲作用有多大。

负债权益比 = 总负债/股东权益

通常情况下，公司的负债权益比大约是50%左右。换句话说，投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会希望每1美元的股东权益对应50美分（在一切顺利的情况下，可以增加到55美分）的债务。对更多较保守的投资者来说，公司的总负债不可以超过总资本的50%，最多不能超过总资本的55%。

另一个投资者用来评估公司负债状况的方法就是评估它的公司债券的评级情况，它反过来会影响公司还借款的利率高低，如格雷厄姆和多德建议：



代表整个公司的普通股，比只有部分人会去求偿的债券要安全。

你不需要借钱的时候钱最容易借

金融理财作家詹姆斯·格兰特曾经把公司的债券评级描述称为格雷厄姆和多德的第一信用定律。“公司一定要预留准备金，因为事实上公司债的利率往往和公司的还款能力成反比。一家强大的公司往往可以按较低的利率借到钱，虽然它比起弱小的公司更有能力负担较高的利息。这就是说，‘好的信用’本身可以通过节省利息成本来产生‘更好的信用’，反之亦然。虽然这看来有些自相矛盾而且有失公平，但却是证券分析中你却不得不接受这个事实。”

债券评级通常由几家信用评级公司负责。比较大的几家公司有标准普尔、穆迪投资者服务公司、惠誉公司等。他们的评分等级则从AAA（无法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



偿付的概率极低）到 D（无法偿付的概率极高）不等，债券的投资等级则至少要在 BB（含）以上。标准普尔同时也发布分析报告，提供各股票的评级情况，这也是衡量股票品质的一种有用的方法。

➲ 流动资产的净值

营运资本是一种特别有用的财务缓冲器。流动资产净值，或称营运资本，就是公司可以用来应付每天营运或业务循环的资金。循环指的是从原材料开始，到成品、销售，最后到收银机收到钱。

流动资产净值（营运资本）＝流动资产（现金、应收账款、库存）

－流动负债

分析公司的营运资本时，若能一并考虑其稳定性与管理能力，投资者就可以从公司应付商业周期的状况与公司成长的情形，了解其管理层的能力。营运资本显示公司是否有足够的资源从流动资产中支付流动负债。

流动资产净值是格雷厄姆投资理论的基础。如果有机会，投资者也许想要购买股价大概在每股净资产价值三分之二的股票。这样的股票并不多见，但只要找到，投资者一定得仔细研究这些股票为什么会以低价出售。流动比率是另一个衡量流动资本的方法：

流动比率＝流动资产/流动负债

流动比率和负债权益比中使用的标准是类似的。一家健全的公司流动比率应该是 2——每 1 美元的流动负债对应 2 美元的流动资产。从另一个角度来说，流动比率是 2 也代表流动负债不超过流动资产的 50%。一般来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，比起现金流量不稳定的公司，库存较少、应收账款的收取较为容易的公司可以在较低的流动比率上运行。

酸性测试

另一个严格检验公司每日流动资本强度的指标是速动比率，又称为酸性测试。它以净速动资产为基础。

净速动资产价值 = 流动资产 − 库存 − 流动负债

速动比率（酸性测试） = （流动资产 − 库存）/流动负债

速动比率为 1 的公司，表示即使该公司销售业务完全停顿，也有能力偿还债务。投资者可以查询所投资的公司是否同时通过了流动比率与速动比率的检验。

清算价值

检视流动资产价值的时候，就会注意到另一个少数投资者关注的课题——清算价值。美国大萧条后，不少公共事业单位的股票严重下挫，许多买了股票的投资者，就只能坐等该公司关门大吉，然后清算资产。清算一家公司并不是什么愉快的事，因为员工会失去了工作，社区失去了收入来源，整个社会都会跟着受到连累。清算价值不仅是最后一道防线；它更是一条绝对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的底线。当清算发生的时候，公司最终的内在价值也就显现出来。

前面提到的每股流动资产净值（营运资本）也可以作为清算价值的粗略指标。公司的清算价值永远都不会是一个确切的数字。它只能是一个大概的估计，直到它真的卖出那一天才会被确定下来。有时这也被称为格雷厄姆和多德的清算价值的第一定律：



负债是真实的，但资产的价值就充满疑问了。

但是很幸运，根据格雷厄姆和多德的建议，大多数情况下我们能粗略估计出大概的清算价值，这就够了。反正我们也不必知道，也不需要知道确切的数字。

股价低于清算价值通常不是什么好消息。暂时的情况——大盘大幅下滑，突然就要应付这个令人震惊的坏消息——公司也就可能被影响到这个地步了。但是，很快地，股价就应该回升。当股票执意要按照地域清算价值来销售时，这就表明有人判断失误了——管理层、股东，或是整个股票市场都错了。

醒一醒了，管理层



股价持续低于清算价值，在经济理论上根本就说不通。如果公司在持续经营状态下的价值尚不及清算价值，那就真的该被清算了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果管理层没有解决这个问题，格雷厄姆和多德建议投资者应该：



股价低于清算价值透露了一个信息，那就是这家公司施行的决策出了错，因此管理层就应该着手改正错误——如果管理层不自愿，那股东就要施加压力迫使他们这样去做。

在大萧条时代，投资者知道即使是股价低于清算价值的公司，一旦经济形势转好也可能会马上变成不错的投资对象。行业环境也可能会大幅好转，公司的经营策略会改善，例如管理层更新换代、开发新产品或是放弃过时的产品等。该公司也可能成为购并接管的目标。或者公司会清算资产，将现金发放给股东。

购买这类股价低于清算价值的股票所面临的风险——而且是相当高的风险——在于这家公司还会继续赔钱，而且其所有者始终不打算清算。事实上，除非破产程序被强制执行，否则公司的所有者与管理层很少会主动清算。

净的净资产

投资者如果能够买充分分散的一篮子公司股票，其中每个公司的流动资产比流动负债及长期负债之和多三分之一，应该就不会出什么大差错。这也就是第一章所提到的巴菲特的“用过的雪茄烟屁股”法。这种所谓的净的净值股票今天已经难得一见，不过偶尔还是会浮出台面来。如果格雷厄姆有什么压箱底的选股技术，那应该就是这个了。这也是如何在华尔街的大甩卖时挑选好货色的技巧。大萧条之后，格雷厄姆靠着购买这些净净

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值的股票狠狠赚了一笔。他不是那么在意股票的品质，不过他同时买了许多这一类的股票，用分散风险的方式来寻求保护。

每股净的资产价值＝（流动资产－流动负债－长期负债）／发行在外的普通股股数

股票如果以低于净的净资产价值的三分之一来销售，那就跟抢来的是一样的，就算这个公司的财务状况是一团糨糊，那也值得购买。

所有权信息

股东权益，如同前面所述，是优先股、普通股、留存收益与一些其他项目的总和。作为一个股东，你的名字就在其中。作为所有者，你也应该有雄心壮志，用不同的方法找出投资回报率的所在。投资回报率可能来自股票价格的增长、配股股息，或者两者皆有。下一章我们将讨论根据股东权益，该有多少投资回报才算合适。

票面价值

票面价值曾在某个时刻相当于投资在公司的资金的数额。它也是每股原始投资的金额，因此也是衡量股东初始投资的手段。它是衡量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司在生命周期中增长的标尺。不过公司现在只会因为会计的需要才记录股票的票面价值。股东权益的意义和票面价值曾经的意义类似，因为并不容易追溯最原始的股东权	益是多少。每股的票面价值原本是一个有意义的数字，现在也仍然出现在财务报表上，但对投资者而言完全失去其意义了。

那些神圣的股息

股息代表着投资者可以立即分享的公司收益（而不是通过再投资或者未来的股票资本增值）。股息是让股东分享公司经营成果最快、最健康的方式之一。

格雷厄姆和多德的理论中最受争议的一点就是，他们认为从投资者的角度来讲，公司保留收益而不发放股息并不是对投资者最有利的选择：



虽然投资者接受过这样的理论教育，并且口头上也是这么说的（把利润留给公司促进发展永远是最好的方式），但是他们的直觉——也许是更好的判断——却不断反抗这个理论。

格雷厄姆认为，聪明的投资者宁愿把股息放在自己口袋里（即使是用这笔钱买了更多的该只股票），也不愿意冒险等着公司未来的成长。而且，他强调，发放股息是管理层的义务：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





我相信华尔街的经验清楚地表明对待股东最好的方式就是把公平合理的股息发放给他们。所谓公平合理就是，发放给他们的这些股息，与公司的收益相符，与股票的真实价值相符，用任何基于公司盈利能力或资产的衡量方式都是如此。

格雷厄姆强调，管理阶层在股息上锱铢必较，或者扣住全部股息不发，往往是出于自私自利。现金在手，比较容易让这些管理层度过艰难时期或弥补错误的决策结果。有时股息政策反映的是管理层和大型投资者们的税务状况——他们不希望增加现在的应税所得。结果，殃及其他投资者颗粒无收。

不只是老伙伴的报酬

如今股息不再像以前一样流行，尤其是那些正在寻找大飚股的基金经理人对股息毫无兴致，但一些个人投资者，或是追求保障的投资者可能还是想要追逐股息。对于遵循“买进并持有”战略的长期投资者来说，股息是唯一的获得投资收益的方式。

除了存在银行里的资金，对于许多投资者来说，股息也是一个可靠地显示公司未来成长的指标。股息和公司内在价值两者之间的认知由来已久。“价值大致是由公司对其收益所发放股息的状况来决定的”，查尔斯·道在 1902 年这样写道。虽然当时主要的股票投资对象是铁路公司，并且投资者最大的动机就是赚取股息，但是其中盈利、股息和价值之间的关系如今仍未改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，股息和股息增幅长期稳定的增长也显示公司经营脚踏实地。除此之外，股息的增加是管理阶层看好未来前景的实实在在的确定。而股息的减少，则是表明公司经营轨道上遇到了麻烦的红灯。

股息并不是把所有的公司收入都发放出去。这要根据行业发展的情况和各个公司所需要维持增长的资本的多少而定，适当的股息支出额度应该是最多不超过80%或最低不少于50%的净盈利。当研究一家公司的股息支出情况时，应当计算其过去10年的平均盈利和平均股息。从这两个平均数中，你可以算出该公司的平均股息支出比率。盈利有波动起伏，但股息趋向于保持稳定，或者，在最好的公司里股息总是逐渐提升的。

总回报

毋庸置疑，股息的增长和股价的增长之间存在此消彼长，这也是为什么总投资回报——股息加上股价的增长——是衡量所有投资的标尺的原因。喷雾润滑剂的制造商WD－40公司，就是一家典型的拥有令人羡慕的股息历史和高股息支出的公司。

WD－40公司的股息

年	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
股息	1.04	1.47	1.63	1.9	2.02	1.72	2.16	2.3	2.3	2.5
股息在净收入中的百分比	67	100	79	91	99	85	91	85	86	89

资料来源：WD－40公司1995年的年报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在整个20世纪80年代末，WD－40公司的单一产品在美国市场已经接近饱和，于是公司不得不拓展国际市场。这一来不但耗费巨大，而且在拓展新市场的同时销售也被摊平。公司的股息的历史中可以发现这个问题。净收入每年都在变化，但是除1991年之外，股息每年都在提高。结果就造成了有的年份股息的支出比例比其他年的要高。股息的记录同时也显示了公司管理层对该公司发展战略极有信心。在1995年，WD－40公司的股息收益率是5.9%，这只股票同时也被大多数分析师评为值得购买。

判定股票价值究竟是被高估还是被低估了的一个方法是拿它的股息收益率和类似的公司的数值相比较。在安全性、增长及其他因素都相同的状况下，股息收益率最高、股价最低的股票是最佳的选择。如果要进一步确定股票的价值，可以和道·琼斯工业平均指数的股息收益率相比较。这些数字都在《华尔街日报》和《巴伦周刊》上都定期报道，并且可以通过价值线公司和标准普尔公司的分析服务中获得。

一点一滴获得您的股权？

格雷厄姆与其他分析师对股息的看法不同。管理层和分析师，通常仅仅认为股息的作用就是降低已经发行的那些股票的价值。然而，格雷厄姆却观察到，股息可以用于购买股票，从而将个人累积的资本重新注入到公司的资本结构中去。如果对于个人来说，股息不会稀释资本，而只是累积资本的重新分配，股价一开始可能会受到影响，但最终会回升。那时，投资者还是获利的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者对于拆股一般都采取消极的态度。通常来看，拆股的目的在于降低股价，并增加股票的流通性。拆股之后，投资者持有的股票数目会变多，不过每股的价值也会降低。但是，如果公司发放正常股息，投资者将会获得数量增加的股票的利益。分割的股票通常会按照分割之前同样的股息水平来支付。很自然地，股息的总数额也会随着拆股程度的增加而增加（两倍、三倍等等）。虽然股价有所下跌，但是投资者的总回报（股息加上估价的增长）受到的影响是微乎其微的。如果因为正确的理由进行拆股，股价通常会在拆股后很快就回升了。如果是不包含股息的情况，反对拆股与摊薄股息是有道理的。因为拆股之后股东没有拿到任何新的东西。

➲ 保留股息的基本原理

当然，有些可靠的、快速成长的公司是不发放股息的。在 1967 年之前，当巴菲特的公司还是有限合伙公司的时候，从来不会支付现金股息。但是这个合伙公司和它后来的伯克希尔·哈撒韦公司，却把原先的几十个原始投资者变成了百万富翁。另一方面，投资者如果急需现金就会卖掉股票，以伯克希尔·哈撒韦公司每股近乎 36000 美元（1996 年 3 月的价格）的交易价，要想卖掉股票恐怕也不容易。

如果公司没有发放股息，它就应该像是伯克希尔·哈撒韦公司这样，把盈利放在更能产生利润的地方。因为以下理由而保留股息是可以接受的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 为了强化公司的运营资本
- 为了提高生产能力
- 为了减少负债

危险中的股息

在下列两种状况下，发放股息可能是一种危险：

- 当公司的每股收益少于每股股息时
- 当负债过多时

公司的平均盈利（多年来的）应该足够支付平均股息。虽然公司可以动用储备填平不时出现的每股收益与每股股息之间的差价，但这样的情形维持不了多长时间。

盈利雄厚的公司很少因为无法清偿银行贷款而破产。但是如果公司处于压力之下，债权人可能会要求公司将延缓发放股息作为财务纪律。

结语

买房子的人在意房子是否建在坚实的土地上，是否处于洪泛区，地基是否牢固。投资者也应该遵循类似的建议。好的资产负债表就像公司牢固

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的地基。对于买房子或投资来说，聪明的买家都不会付超过资产价值的钱。

格雷厄姆和多德也提醒我们，光是凭着价格接近资产价值并不能担保将来会有相当多的总回报。但认清价值是投资的第一步。有好的市盈率、低成本、优质的产品、强劲的销售，以及光明的未来收益前景，才有接下来的故事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时，请记得

- 资产负债表是很有用的工具。千万别被它吓倒了。
- 就投资而言，安全性永远不会是绝对的、完整的。但是我们可以去别人不敢去的地方——读财务报表，来大大增加我们成功的机会。
- 虽然不是内在价值——也不是公司所有者眼中的未来价值——但账面价值可以被看作是内在价值的底线。
- 把公司想像成一艘船。资产负债表就是船身，损益表就是船帆。船身可以让船浮在水面上，但是船帆（听起来像是销售?①）却可以推动船前进。

公式及比率一览表

- 账面价值 =（TA－IC－AL－SI）/S

---

① 船帆 sail 与销售 sell 谐音

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 负债权益比 = AL/SE
- 流动资产净值（营运资本） = CA − CL
- 流动比率 = CA/CL
- 净速动资产价值 = CA − I − CL
- 速动比率 = （CA − I）/CL
- 净的净资产 = CA − CL − LTD
- 每股净的净流动资产 = （CA − CL − LTD）/S
- 市盈率 = SP/E
- 边际利润 = GP/TS

TA = 总资产

IC = 无形资产

AL = 总负债

SI = 股票除权

S = 已确认的除权

SE = 总股东权益

CA = 流动资产

CL = 流动负债

I = 存货

LTD = 长期负债

SP = 股票价格

E = 每股收益

GP = 毛利润

TS = 总股本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全飞行国际公司（FSI）1996 年 2 月

- 账面价值 =(TA – IC – AL – SI)/S =(833 –41 –238)/31 =17.8(股价 = $53 美元)
- 负债权益比 = AL/SE =238/595 =40%
- 每股流动资产净值 =(CA – CL)/S =(305 –84)/31 =221/31 =7.1
- 流动比率 =CA/CL =305/84 =3.6
- 每股净速动资产价值 =(CA – I – CL)/S =(305 –8.7 –84)/31 =212.3/31 =6.8
- 速动比率 =(CA – I)/CL =(305 –8.7)/84 =3.5
- 每股净的净资产 =(CA – CL – LTD)/S =(305 –84 –38)/31 =5.1
- 市盈率 =SP/E =53/2.7 =19.8
- 边际利润 =GP/TS =61/157 =39%
- 内在价值 =E(2r +8.5) ×(4.4/Y) =2.7(20 +8.5) ×(4.4/6) = $56.4 美元

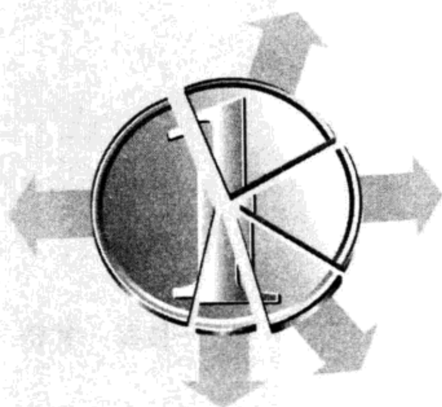
TA = 总资产	833
IC = 无形资产	41
AL = 总负债	238
SI = 已确认的除权	0
S = 发行在外的普通股股数	31
SE = 总股东权益	595

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CA = 流动资产	305
CL = 流动负债	84
I = 库存	8.7
LTD = 长期负债	38
SP = 股票价格	53
E = 每股收益	2.7
GP = 毛利润	61
TS = 总股本	157
r = 预期收益增长比率	10%
Y = AAA 级公司债券的本期收益率	6%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三章
在损益表中找出增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

唯一的说话算数的增长率：盈利。

——彼得·林奇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如第二章论证的，强有力的资产是极为重要的，因为它可以确保企业持续运作并产生盈利。格雷厄姆和多德说，盈利是股票价格成长的动力：



股票按照盈利和股息来销售，而不是按照现金资产的价值——除非以后有可能会分配现金资产。

这个概念再简单不过。公司应该有足够的收入来支付营运费用、偿付债务、发放股息，然后还必须有足够的资源可以再投资于公司的经营来培养未来的盈利增长。投资者是为了分享预期的盈利分红才购买公司的股票。对股票不断增加的需求引发了股票价格的上涨。盈利就像吸引蜂群的蜂蜜一样——蜂群指的就是投资者。

就如同价值投资者需要公司稳定性的证据，他们同样也寻找公司盈利性的证明。通常他们都是从公司过去的表现中寻找可靠的证明。“如果一家公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



司的过去不堪入目但现在却被寄予厚望”，沃伦·巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司管理层的合伙人查理·芒格说，“我们宁愿放弃这个机会。”

重要的不只是现在与过去的高盈利，格雷厄姆这样教导学生。他告诉他们还应该关注盈利的品质、盈利的稳定性及各种围绕“定量的”数字的“定性的”因素。很多这样的关于公司起伏兴衰——公司的能量与活动——的信息都可以在损益表中找到。

什么是损益表

利润表通称被称为损益表或 P&L 表（应该说称其为“利润或亏损表”更恰当些，因为无论如何都只会出现盈利或亏损中的一种而绝非同时出现）。损益表主要分为两部分，即收入和费用，而在某些公司中还包括留存收益（如果有留存收益，某些公司会将这部分盈余列入资产负债表中的未分配收益项目）。

在收入一项中包括的是公司销售产品或服务而取得的收入、出售某项资产如不动产而取得的利润、营业部门所获得的收入以及投资所得。费用一项包括制造产品或提供服务的成本、管理费用、折旧费用、研发成本、各类税费以及其他营业成本。

格雷厄姆对损益表中的数字有着很深的质疑，因为他认为有很多种方法可以对收入所得数字进行篡改、搅乱、隐瞒或修饰。因此他十分有理由坚持他的讽刺性观点——“试验性会计实验室”。对于偶生损益、分公司或附属公司经营所得、折旧以及准备金等项目的处理更是尤为麻烦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者看待盈利的观点

在研究损益表时，可以从以下三个观点来看待盈利：

- 会计。这些是不是真正的盈利？数字有没有正确并公正地反映了公司经营的状况？
- 公司。这些盈利于公司未来的盈利有什么意义？财务报表反映的是不是一个动态的、成长的公司实体？
- 投资。我们如何利用这些信息来评估股票价格？

投资者不需再参加审计班学习如何阅读损益表了，熟悉本章介绍的概念就已足够。

但是在开始前，首先要说明一些观点。损益表出现问题的话，只会在当年内扭曲盈利。要除去这些短期的歪曲，需要使用过去 7 – 10 年的平均股票价格、年盈利或其他数字。“平均化”可以为公司建立典型的数字。用以平均的时间越长，效果就越好。

一闪而过的利润

任何影响公司盈利的一时之举，例如变卖某项资产的收入，因为天灾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



或因为确认坏账而造成一时的损失，都应该从收益数字当中去除，放在一边。这些偶发的事件必须经过仔细确认，并加以特别对待。这些事件不应该被拿来当作展望未来公司收益的指标。

一次性变卖资产可以让事发当年的盈利看起来好看一些。格雷厄姆说，但是卖出资产也就是减少了公司的总资产。除非把这笔钱用在下列项目中，否则变卖资产并不是真正的收入：

- 重建资产基础
- 减少债务
- 对公司未来的盈利有实质性贡献

在一家制度健全管理良好的公司中，日常运营可以用短期借款来填补自身出现的周期性不足，所以绝对不该用变卖资产的一次所得来支付正常费用支出。

一次重击

公司的会计师在某些状况下会注销或向下调整某些项目。他们可以把他们认为绝对收不回来的债务从应收账款中注销。他们可以调低已经不再像原先那样值钱的资产的价值。某些情况下，前一年注销的大量坏账，可能会造成下一年度超出正常的盈利。这是管理层惯用的伎俩，在获利怎么看都不会理想的年度，顺势确认坏账或缩减资产价值。公司决定把所有的坏消息全部集中在一个会计年度之内。这不仅在心理上，把几个表现相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

糟糕的年份，浓缩成了一个差到极点的时段，而且会在糟糕的季度或年度和它们之后的好季度或好年度之间产生一个戏剧化的差距。

盈利的大幅增长也会让投资大众为之雀跃不已（公司的确在去年糟得一塌糊涂，但你看它今年重振雄风了!）但再一次，较好的收益可能只是海市蜃楼。再接下来的年度，这家公司的盈利又回到了老路上。

话说回来，如果诚实地而且有正当理由地注销坏账，也可能会彻头彻尾地改善公司的营运状况。这完全是另一种情况，如果公司坦然宣布："这的确是一个问题，我们正在面对它。会计调整可以让损益表准确地反映我们公司在未来几年的状况。"

对于警觉性较高的投资者来说，单一事件对公司来说是赚是赔，结果都是投资机会。如果其他投资者因为这些正面或负面的消息而过于激进或变得消极，将创造机会以一个好价钱买进或卖出。

公司税

早在20世纪40年代初，格雷厄姆就曾表示，为了让管理层诚实地申报盈利情况，只要提出要求，投资者都应该可以随时取得公司的税务报表。一家公司如果为收入缴了税，则表示有真正的收入。如果公司并没有为收入缴税，说明其中一定有个合乎逻辑的理由，例如应税项目发生抵减调整，或者有一些税收抵免情况。这几年来公司税已经变得愈来愈复杂，只有最热忱的投资者——而且是极有空闲的人——才会花时间去细看公司的税务报表。

幸运的是，现在许多公司都会把公司税的总结材料放入发给股东的年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



度报告之中。很多投资服务公司也会把一些简化了的公司税务资料放在股票研究报告中。列出税后盈利是一般的标准做法。最后，就如彼得·林奇所说的，“真正的底线”是税后利润。

有的价值投资者把税后盈利解释为公司的内在价值。“假设有一家制造小物品的公司，其对外流通股数有 100 股。原始投资总额 1000 美元，平均税后净值为 100 美元。则股票的每股内在价值就是 10 美元。”投资经理人查尔斯·布兰帝写道。

获利源源不绝

如果过去的获利状况对投资者有意义的话，那应该是其背后持久的获利能力。公司收益可能有枯荣循环，甚至可能会毫无稳定性，但是其中有的东西是持久不变的。美国前几大汽车制造商——通用汽车、福特、克莱斯勒——都曾经经历过经济周期的低潮，但多年来它们还是设法持续经营从未停歇。

格雷厄姆认为，一家公司要称得上盈利稳定，必须满足两个条件：最近 10 年获利翻了一番；而且过去 10 年内盈利下降不超过两次，每次不超过 5% 。另外一个衡量稳定性的方法是比较现期与前期的盈利状况。以克莱斯勒为例，该公司在 1984 年 – 1994 年 10 间每股盈利几乎翻了一番：



若要评估公司的稳定性，可从过去 10 年每股盈利的趋势，并与最近三年的平均值相比。如果从未出现过下降，就表示公司百分之百的稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克莱斯勒公司每股盈利，1984－1994											
年度	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
每股盈利	5.22	6.25	6.31	5.90	5.08	1.36	0.30	－2.7	1.38	6.77	10.1

10 年平均值＝4.95 美元

3 年平均值＝6.08 美元

1994 年账面价值＝每股 46.65 美元

1995 年股价波动范围＝每股 38.25 美元到 58.13 美元

盈利性

格雷厄姆认为，衡量盈利性的方法有很多。格雷厄姆最喜欢的是主营业务盈利对销售业绩的比率，是一个相对弱或强的指标。当标准普尔股票报告中包括“主营业务盈利占总收入的百分比”，或价值线公司的报告中包括“利润边际”时，它们其实提供的是关于盈利性的信息。这些都是衡量成本控制、效率与竞争力的手段。

最划算的投资，是选择一家利润边际较行业水平低，但未来管理层非常有可能会大幅提高利润边际——也就是一家处于转折时期或结构重组的公司。

利润边际＝毛利润/净销售

公式的结果是用比率来表示的。用百分比表示利润边际，要用 100 乘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



以结果。计算利润边际的方法有许多种，这是最容易的一种。每一个行业的理想利润边际都各不相同。

利润边际与股票价格的表现是直接相关的。利润边际较低的时候，股票价格通常也很低。举例来说，1984 年大西洋富田石油公司（阿科公司）的主营业务盈利占总收入的 17.2%，远低于阿科公司过去 10 年的平均水准 23.5%。1985 年该公司股票价格交易价格最低 42 美元，最高 67.50 美元。主营业务的利润边际开始提升之后，该公司的股票价格也随之上扬，直到 1990 年上涨到 142.50 美元的高峰。同年，利润边际开始下滑，1994 年该公司的主营业务盈利占总收入的百分比又回到 17.4%，而股票价格也下跌至 92.50 美元。1994 年和 1995 年，阿科公司对内部进行结构重组，并再次提高了利润边际，到 1995 年中期，股票价格又回升到 114 美元左右。

留存收益

公司加总所有的收入，扣除费用，支付应付股息；剩下来的就是留存收益。它是未分配的盈利。

留存收益报表是资产负债科目在会计期间初始与终止状况的对比调和——过去若干年未分配盈利的累计。这也正是有些公司把留存盈利放在资产负债表上而不是在损益表上的原因。不管留存收益放在哪里，格雷厄姆说，未分配盈利都是投资增长的重心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普通股票的特质



普通股有一个重要的投资的特点和一个重要的投机的特点。公司通过将未分配盈利转入再投资，从而增加公司净值，股票的投资价值和股价会不规则地上升，但是整个几十年中会是持续上升的。

投机的特性一点也不神秘。当投资者（用格雷厄姆的话来说就是）“向希望、害怕与贪婪屈服”的时候，就会倾向于过度的和非理性的价格波动。

如果盈利是吸引众多投资者的蜂蜜，那么留存盈利就是聚集希望与贪婪的蜂巢。公司掠夺者特别喜欢猎取有饱满蜂巢的公司。

对于究竟留存盈利应该保留多少才算合适，以及公司究竟应该发放多少现金给股东这些话题到现在都仍有争议。总体而言，留存盈利就像股息一样，传递出一个强有力的信息：公司赚取的现金超过了维持正常运作所需的。这正是一个良好投资项目所应该做到的。这些盈利高于公司的费用与税赋，推动股票价格继续高涨。

在《未来水世界》中他们被称为“火烟族”

近年来，拥有雄厚现金储备的公司经常会成为公司掠夺者的目标。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



些掠夺者就像电影《未来水世界》中邪恶的海盗一样，想要找出别人珍藏的任何宝物。在《未来水世界》中，全球温室效应的生还者，为了争取日渐稀缺的必需品的主控权而浴血奋战。那么公司掠夺者又怎么样呢？他们是股东现金的解放者，还是美国公司的摧毁者，只顾着自己个人的富足呢？

1995 年 4 月克莱斯勒汽车公司并购案发生时，这些掠夺者原本计划用现金储备来支持他们的并购，这也是一种会削弱公司实力的战术。克莱斯勒公司前总裁李·艾柯卡和法人投资者柯克·科克莱恩公司共同出价 208 亿美元，以每股 55 美元的价格购买克莱斯勒公司，而当时该公司在市场上交易的股票价格仅为 38.25 美元。他们计划以杠杆并购的方式使用科克莱恩在克莱斯勒公司已经拥有的股票中的 20 亿美元，再加上 120 亿至 130 亿美元的银行贷款，以及克莱斯勒原有 7.6 亿美元的现金储备当中的 5.5 亿美元。

管理层对此展开了绝地反击，指出克莱斯勒需要现金，以应付汽车行业下一波的行业低潮。股东及银行家也纷纷质疑科克莱恩和艾柯卡“吃掉克莱斯勒来年粮种”的计划，于是不予支持。蜂蜜引来了蜂群，但是在这个案例当中，蜜蜂没能占领蜂巢。

好东西值多少钱?

掠夺者很容易就会被描述成贪婪的人，但是格雷厄姆这样一个轻声细语、文质彬彬的人却很少这样看。他认为，除非公司因为未来的成长需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用到这笔资金，否则公司不应该累积大量现金储备。尽管一定数额的、用途明确的储备可以用来资助公司的成长，抵挡时运不济或行业低潮，支付法律诉讼费用或者最终用来替换一些重要的资产等，格雷厄姆强调，这种资金需求也该有个限度。公司经营的目标在于为其所有者赚取利润。公司的所有者有权获得利润。

格雷厄姆在他的论述中坚持，如果公司一定要保留盈利，那这些钱一定要花得明智。

也许有史以来最懂得保留公司盈利的是伯克希尔·哈撒韦公司，它不但保留所有盈利并全部转入再投资。（这无疑为巴菲特解决了税赋的问题——他的净资产大多数都在纸面上。）伯克希尔·哈撒韦公司的投资回报的23%用在股东们身上，这几乎是美国行业水平的两倍，巴菲特表示他会继续为股东累积财富，每一分钱的留存盈利都要原封不动地增为股东的资产。以此例来看，显然投资者对他是言听计从，而且是心甘情愿的。

盈利的稀释

解释公司盈利之前，还有最后一件事需要提醒一下。分析公司每股收益的历史资料时，要确保数字是根据资本结构的变化情况进行过调整的；也就是使用充分稀释过的数据。确保每次董事会新发行的股数，都加在原有的在外发行的股数上。新发行的股数、拆股股数、发行注册（已经可以发行但尚未发行的股票）股数等统统都算在内。

这样的调整不应该只针对最近期的收益，也应该包括任何作为对照的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去的盈利。调整新股发行后的数字最简单的办法，就是倒溯法。也就是说，把后来的新股，和后来执行的优先认股权、期权、认股权证等都算在内，作为基准股数来计算先前的盈利数字。每股账面价位与每股流动资产价值也相应作出变动。②

幸运的是，大多数公司会在财务报表上记录这些经过稀释和调整的数字。不过也有例外。几年前美国加州有一家小公司公布财务报表，显示公司盈利较之上一年度有大幅改善。但是进一步观察就发现盈利上扬是一次性拍卖资产所得。除此之外，上一年度的每股收益是在完全稀释的基础上计算的，而该年度却没有，所以每股收益的表现显得格外有实力。

惊讶吧！大约六个月后这个公司就东窗事发，出现了经营危机。股东向法院上诉，控告董事会以不实资讯误导他人。虽然这样的诡计很不道德，但确实存在，这就是为什么股东必须保持警醒。

内在价值公式

如果内在价值立足于公司对股东的未来价位，而未来价值又取决于未来的盈利，那么有两个问题就出现了。

- 投资者应该为公司盈利支付多少?
- 有没有预估公司未来盈利的可靠办法?

② 类似于股价的复权计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆发明了一个公式，以公司盈利与 AAA 级公司债券的关系来评估公司的内在价值：现在已经很少有人使用这个公式了，不过学习起来仍然十分有趣。当你在某个投资意向上进退两难时，这个公式也许可作为一个验检的指标。

格雷厄姆的公式中，E 代表公司的每股收益，r 代表预期增长率，Y 代表目前 AAA 公司债券的盈利率，8.5 这个数字是格雷厄姆认为增长率为零时公司的市盈率。市盈率的数字近年来有上扬的趋势，15 到 20 是比较合理的，但保守型投资者还是可以用较低的乘数。

$$内在价值 = E\ (2r + 8.5)\ \times 4.4/Y$$

在全盘接受这个公式之前，也许不妨先看看巴菲特对这个公式的反应。“我从来没有用过这个公式。我认为格雷厄姆在创造这个公式的时候有点心不在焉。”他这么说着，不禁呵呵大笑。

市盈率

股票价格与盈利的关系，或称市盈率，作为公司盈利能力的指标已经是一种惯例。当市盈率较高时，它表示投资者认为公司盈利会提升；当市盈率较低时，结论就会相反。

市盈率 = 股票价格/过去四个季度的每股收益的总和

一家每股收益 2 美元、股票价格 20 美元的公司，市盈率是 10。也就是以公司盈利 10 倍的价钱在市场上出售。以上一年度公司盈利所计算的结果叫做静态市盈率。根据预测公司未来盈利所得到的结果叫做动态市盈率。和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



其他财务比率相同的，公司的市盈率在与前几年的数字相比较时最有意义。

虽然格雷厄姆看重有实质根据的公司盈利，并且认为据此推算出来的市盈率是有用的投资工具，但他也觉得这个方法不够完美：

根据现在的盈利状况来判断价值这个想法本质上是荒谬的，因为现状是不断变化的。不管乘数是 10 或者 15 或 30，最后的选择都只是随心所欲的。

格雷厄姆和多德后来决定不去管乘数的大小，他们认为市盈率应该从以下几个方面去考虑：

- 基于对普通股的保守的或是投资性的评估，而不是出于投机的考虑
- 从资本结构和收入来源的角度来考虑
- 考虑到资产负债表中一些会影响总体盈利状况的非正常元素

基本上来说，一支有吸引力的股票，它的市盈率应该低于大盘的平均市盈率。格雷厄姆偏好购买市盈率在 7 到 10 之间的股票。没有时间和精力照顾投资组合的保守型投资者可能被迫接受稍高一点的市盈率作为安全标准。格雷厄姆告诫防御型的投资者尽可能远离市盈率超过过往几年的盈利 20 倍以上的股票，以及市盈率超过过去 7 年平均盈利 25 倍以上的股票：



我们的基本看法是，出于保守估价的考虑，应该有一个稳健的乘数作为价格上限。我们建议，以投资为目的购买股票时，至多出价到 20 倍于该股票平均盈利。

股票价格的上限

市盈率也可以用来约束内在价值。一般来说，如果资产价值是估算股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票内在价值的下限，那么市盈率就可以作为上限。如果投资者决定某只股票适当的市盈率是 10，其所付出买股票的钱最多不能超出最近几年平均每股收益的 10 倍。

付出较高的价钱并没有错，格雷厄姆和多德说，只是这样容易变成投机。年轻、快速成长的公司通常在市盈率 20 或 25 以上的价位成交，但格雷厄姆通常不会考虑这类股票，这也是他从来不投资 IBM 的原因，虽然在他很早就在工作中使用过并且十分欣赏 IBM 的产品。

过高的市盈率

一家公司的股票可能以极高的市盈率交易，因为该公司被认为有相当好的成长前景。但还是需要再检查一次。用该公司的每股收益乘上现在的市盈率，然后再用 10 年的通货膨胀率来修正。10 年后这样的股票价格是不是合理？不管你看好的车的品质有多高，但是价格高到一定程度就不值得买了。相反的，不管车子有多破烂，价格低到某一个程度，它就是一笔好买卖。股票也没什么不同。

抢手的科技股有时可以卖到相当于它过去 12 个月每股收益的 30 倍、40 倍甚至 50 倍的价钱。有的高市盈率的股票确实表现出色，但投资者如果持续购买高市盈率的股票，长期下来可能赔钱的几率会高得多。格雷厄姆和多德在观察后发现，高市盈率的股票通常在牛市出现，但风险也随之增加：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





这么说是千真万确的事实。越是过去表现良好、成长潜力及稳定性都很棒的公司，在计算每股收益时越应该有较大的空间。但我们还是认为乘数超过20（例如，“赚钱的基础”低于股票价格的5%）的股票就超出投资的范围了。

过低的市盈率

当股票价格以远低于同业的市盈率出现时，投资者一定会想知道原因。虽然在分析这家公司的时候应该准备接受这种可能性，但低市盈率不见得就意味着高风险。低市盈率的股票也是可以选择的，例如，低谷时的周期性产业股票。周期性产业股票——汽车制造商是其中最知名的——经常周期性地出现大甩卖式的市盈率。其他不讨人喜欢的股票，市盈率也能跌至令人惊讶的低点。科克莱恩与艾柯卡恶意接管克莱斯勒公司时，该公司的市盈率就滑落到了4。即使是每股55美元并购价格的当天，股票价格上涨至48.75美元，但是市盈率还是不到6。

另一方面，如果因为公司陷入困难，例如石油或矿产资源即将枯竭或是专利权即将过期，从市盈率来看股票很便宜，价值投资者可能就要物色其他目标了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利、销售以及未来成长力

投资者的目标就在找出有坚实的财务基础、且又比竞争者及总体经济增长还快的公司（以销售和盈利来看）。在所有条件都相同的情况下，股票价格增长的速度应该和销售增长的速度一样。对于美国国内一般行业的公司，投资者也许期望能够有5% -7%的销售增长率。在整个投资组合当中，最好保持平均年销售增长率在10%以上。

然而，公司盈利不见得年年都在上升。几乎每个行业都会有商业周期，每家公司也都会发生一时的退步。但是如果公司的盈利和销售忽高忽低，而管理层没有任何解释，或者当销售和盈利缓缓下降，而公司却没有任何动作时，投资者就应该小心了。

趋势

上文曾经提到，格雷厄姆告诫投资者不要单从公司某一年度的表现来做判断，一定要拿长期的平均盈利来加以比较：



私人公司和公开上市公司最重要的区别就在这里。私人公司可能在景气的年份赚到不景气的时候的两倍的利润，但其所有者绝对不会想要对他的资本投资的价值进行粉饰或者抹黑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者应该再用过去10年平均股票价格与平均盈利计算出市盈率，来评估公司盈利的趋势③。趋势的方向是最重要的。如果这家公司最近几年的市盈率明显高于过去10年的平均市盈率，则这只股票的投资价值可能远超过长期平均数所预示的价值。如果近几年的市盈率出现下滑情形，该股的投资价值可能就不如10年的平均市盈率所预示的价值。大部分的趋势分析都可以用这种方式来确定：

盈利趋势									
连续几年的每股收益（美元）									
公司	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	七年平均数	趋势
A	1	2	3	4	5	6	7	4	优等
B	7	7	7	7	7	7	7	7	中等
C	13	12	11	10	9	8	7	10	差等

资料来源：《证券分析》（纽约：麦格劳希尔出版社），第512页。

读茶叶④

尽管逐年增长的盈利和利润是个很让人欣喜的信号，但是格雷厄姆和多德对预测仍然采取怀疑的态度：

尽管过去显示出的趋势是一个事实，但“未来的趋势”则只是一个假设。再怎么样小心地预测，过去也只能作为未来的“粗略的指数”。

③ 计算市盈率的十年移动平均值

④ 读茶叶是一种占卜方式，中国北方也有"杯中茶叶立起来要来客人"的说法。作者的意思是说，预测未来是一种虚妄。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些格雷厄姆在50年前说过的话，巴菲特仍然同意。“我并没有使用什么推测或预测的方法。推测和预测会创造出一个看似精确的假象。预测越精细，你应该越小心。我们从不做预测，但却对过去的记录非常关心，看得也非常深入。如果一家公司过去的记录不堪入目，现在即便拥有光明的未来，我们也会放弃这个机会。”巴菲特解释道。

巴菲特的合伙人查理·芒格也认为，预测的坏处比好处多：“一厢情愿又歪理一堆的人把这些数字拼凑在一起，做出似是而非的推断来引人误入歧途。这让我想起马克·吐温的一句话，‘矿坑是说谎者所拥有的地上的洞’。在美国预测通常都是谎言，虽然不是蓄意欺骗，但却更糟糕，因为连预测的人自己都会深信不疑。”

让盈利增长

只有在对公司未来的成长性做判断的时候，使用预测才是理性的。不然的话，你怎么选择股票？形成对未来的看法的时候，最好用定量的信息辅以定性的因素。比如说，管理层采取什么样的方法会对公司的盈利带来正面的影响。

正如同彼得·林奇所说，“让公司增加盈利的办法有五种：降低成本；提高价格；扩展新市场；在旧市场卖出更多的产品；或者重组，关掉或处置那些赔钱的业务。”当管理层开展活动推动增长的时候，公司盈利可能会被暂时摊薄。但往往随后会有大幅度的上升。

格雷厄姆在《金钱》杂志上刊登了一篇文章，文中他说他看到了“高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



增长率与高资本回报中的脆弱性——两者通常是相伴相随的。”所以，为什么要注意公司的盈利状况好不好？额外高的盈利通常会引起激烈的竞争。从好的方面来看，这样的高盈利同时也会引来许多热情似火的新投资者，股票价格也会冲上顶峰。

增长型股票

清晰划分价值投资者与增长型投资者常常是没有意义的。有些投资顾问胡说八道，说价值投资者不买增长型股票。他们当然会买了，否则他们又怎么获得这么高的投资回报？这样的争论是一种语义学上的咬文嚼字。价值投资者只购买增长型公司的股票，而不去猜哪家公司是增长型公司。那么，到底什么才是增长型股票？当这个词中包含投机冒险的意味时，价值投资者们就会避而远之。当增长潜力巨大，下跌风险很小时，价值投资者才会参与进来。

这些所谓的有风险的增长型股票通常是新兴的公司的股票，其中有的公司盈利很少甚至没有盈利。这些公司通常处于新兴的行业中，那里不乏众多的初始竞争者。但随着时间的流逝，竞争者的战场也会越来越少，最后也就剩下了像福特对抗帕卡德；惠普对凯博；普莱斯/考斯特克公司对几十个新兴的仓储式商店。

根据格雷厄姆的说法，增长型的股票应该在 10 年内增值 2 倍——也就是以每年 7.1% 的复利速度增值。要达到这个目标，增长型公司的销售额一定要持续高于其前几年的销售：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果投资者能够在股价还在合理范围内时就把这些“增长型公司”找出来，那么可以肯定这些投资者的资本回报是卓越的。

增长策略

后面几章中我们会着重来谈怎样寻找最大化的投资组合增长。毋庸赘言，投资者自然可以，也应该花时间和精力来创造一个超级的高增长的投资组合。

虽然选择与维持这些投资组合需要更多的精力，但只要遵守了价值投资的金科玉律，高效的投资组合就一定可以实现。高风险的表象必须要深刻理解，并结合股票价格来考虑。正如格雷厄姆和多德所说，更进一步，是敢作敢当和有胆有识的人的游戏。

没有盈利就无从衡量

格雷厄姆对于“火爆”或快速增长的股票总是心存疑虑，因为这些股票所承诺的未来持续增长的盈利，总是建立在预测未来持续增长盈利的基础上，却缺少公司能在未来持续产生持续增长的盈利的历史证明。他告诫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资增长型股票的投资者要找到两件东西：

- 确定增长可以持续
- 确定投资者没有花过高的价钱来买未来的增长

许多高科技、生物技术或其他新兴科技公司的运作方式都类似于风险投资。风险投资家要求高回报作为保证，因为可能很长时期都不会实现盈利，或者根本就不会实现盈利。风险投资家是在对科技和推广科技实现实际运用的人才下赌注。风险投资做得最好的人，是那些对某一产业有深入了解的人。

彼得·林奇告诫投资者，要特别当心那些还未成形的公司。“等你看到盈利再说”，他警告说。虽然林奇对某些首次公开发行股票特别在行(他是联邦快递的原始投资者之一)，“我得承认，长期而言四家公司里有三家让你失望。”

结语

格雷厄姆曾在他生命的晚年时花了很多时间想找出一个购买股票的简单标准。他把焦点放在公司盈利上。“我的研究结果表明，最好的结果都源自于简单的盈利标准。”他曾经这样告诉记者。然而，他所说的研究从来没有经过完整的验证。他选择具有投资品质的股票的多重标准仍然最可靠。

怎样才算“具有投资品质的股票”？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 财务状况保守，而营运资本状况强大。
- 盈利合理稳定，足以应付未来 10 年公司的变动起伏。
- 盈利的平均水平对应市场价格的比率令人满意。

投资者对这些指导原则越熟悉，他们就越容易自发地遵循这些原则——至少看起来如此。

巴菲特和他的合伙人查理·芒格说，在考量某一股票是否有增长潜力时，他们并没有在流于形式的规则和程序上下太大的功夫。有一次，某人要求订阅伯克希尔的调研报告，他们解释说，“我们不但没有报告，我们也没有调研员。”

然而，对于我们这些没有巴菲特和查理·芒格这般天赋和经验的人来说，构建一个投资组合计划、给股票价格做一些算术加减法还是可以接受的。本书会在下面的两章中解释如何做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

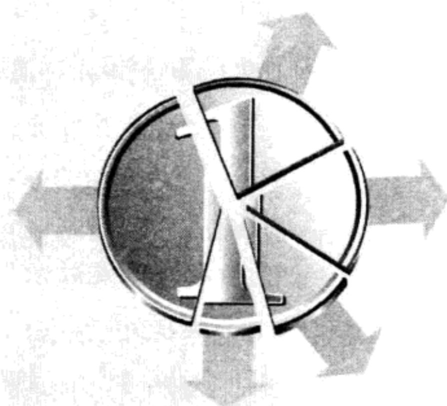
与此同时，请记住



只有在得到定性的调查的辅助时，企业的定量数据才是有用的。

- 持续盈利的公司拥有最佳投资潜力。
- 盈利应该呈上升趋势。
- 公司的市盈率应该低于同行业的公司的市盈率。
- 市盈率在内在价值的基础上决定了股票价格上限。
- 如果不能准确估计，那么宁可低估盈利和类似的其他数字。这本身就创造了一种安全边际。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第四章
管理层的角色

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在法律上，公司完全是其股东们的创造物和财产；高级职员只是股东聘用的拿薪水的员工；而董事，不管如何选择的，实质上是受托人，他们的法律义务就是全权代表公司所有者来开展所有活动。

——格雷厄姆和多德

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当格雷厄姆和多德写下上面这段话的时候，股东的所有权看上去只是一个法律概念。股东基本上只是被当作出借资本的人。至今，在许多公开上市公司里，实际情形仍然是负责运营的经理更像是公司的独立所有人。经理对股东的态度，除非是拥有相当数量股份的大股东，是简单粗暴的："如果你不喜欢我们管理公司的方式，你可以用脚投票。卖掉你的股份，走人。"格雷厄姆和多德也一针见血地指出了股东与公司管理层之间的冲突不断的摩擦：



私人老板只任用他所相信的人，但他不会让这些人决定他们自己的薪水，也不会让他们决定在这家公司配置或者保留多少资本。

格雷厄姆相信，这种根深蒂固的冲突源自于公开上市公司的结构，在这种结构下，公司的所有者（股东）被要求把生杀予夺的权利放在管理公司的人手中——尤其是首席执行官（CEO）手中。

CEO的恩典

现世之中如果还有几个拥有无上权威的职位的话，大公司的首席执行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



官就是其中之一。CEO 是职场中百战不死适者生存的人。他是经过内部小团体提名，然后以一个与民主毫无干系的选举过程当选的。CEO 通常听命于董事会，但是如果这位 CEO 已经在他的岗位呆上了几年，董事会的成员就全都变成了 CEO 自己挑选的人。最后整个董事会不过是 CEO 个人意志的橡皮图章。

尽管如此，毋庸置疑，由 CEO 集结并领军的管理团队仍然是公司成败的关键。但这个角色应该如何扮演、如何奖赏、如何评估，仍然让聚拢在公司周围的投资者们夙夜难寐。

1988 年美国广播公司在凤凰城召开的年度大会时，沃伦·巴菲特穿着一件救世军的军服，吹着锡制的号角，为该公司的董事长汤马斯·墨菲吹了一首曲子："墨菲真是一个好朋友！"巴菲特这么低唱道。然而生意是生意，人情是人情。1995 年，巴菲特把美国国家广播公司卖给了华特迪士尼公司，留给伯克希尔·哈撒韦公司 10 年净赚 600% 的收益。迄今为止，对于赞歌绕梁未绝就出售公司的行为没有任何内幕消息。毫无疑问，巴菲特欣赏墨菲良好的工作表现，但对于一个价值投资者，这个故事可不能就看看表面就算了。

价值投资者从公司本身——最基本的层面——出发，把管理层对公司的影响力当成一个附加因素来考虑。公司就像是一部车，而管理层就是司机。不管司机的技术有多好，当他开着低车身的本田思域穿越撒哈拉沙漠的飞沙走石时，一样英雄奈何时势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宁选优秀的公司，不选优秀的管理者

“如果非得在优秀的管理团队和优秀的公司之间作选择，那宁可选择优秀的公司。”沃伦·巴菲特这么说道。

虽然格雷厄姆说，即使是管理得一塌糊涂的公司，还是有其潜在的价值，但巴菲特并不会买这类公司的股票，除非他对该公司的管理层特别信任。因为他对运营公司不感兴趣，而且也从不愿意花时间来协助管理层解决管理难题。（要查看更多关于极度困境中的公司的讨论，请翻到第九章。）

“如果一家公司连独立生存都做不到，你怎么能买呢，我们根本就不会感兴趣。”巴菲特说。

一个建立在荣耀之上的封建体系

巴菲特心中的理想公司是什么样的呢？他喜欢“宏伟的城堡，外面环绕着又深又险的护城河，而城里的领导人诚实而又正派。”有趣的是，“诚实而又正派”这样的字眼在巴菲特的字典里非常重要，因此处于句子里最后的压轴部分。那“能力”是否重要呢？除非城堡主人能诚实而又正派地对待他不同的选民（包括投资者），否则他的能力没有意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要判断领导者是否克己奉公，属于定性或价值判断的问题，许多投资者都没有这个能力做到。他们甚至没有机会直接或间接地接触 CEO。即使哪天见上了一面，他们也往往会被这些领军人物的人格魅力所迷惑。

给现金的奶牛挤奶

常常发生的情况是，股东并没有因为公司不断增长的收益而受益，因为公司经理已经先把这些收入放进了自己的口袋里。身为股东，就像是生活在民主社会一样，必须时刻保持警醒。投资者有必要追踪最新的新闻，检查各种传闻，随时收集关于他们所投资的公司及其管理者的各种资料。

“比起股东的利益来说，从公司逃走的经理们通常更重视他们的津贴、黄金降落伞⑤、奖金以及高得出奇的薪水。”布兰帝投资伙伴公司董事查理·布兰帝说。

许多财物金融报纸杂志都图文并茂地刊登过许多关于这些拿高薪的 CEO 的故事，比较这些 CEO 的薪酬和他们的公司的绩效表现之间的关联。

---

⑤ 即离职协议（severance agreement），双方当事人一般为目标公司与其高管，但也有可能为前者与其部分甚至全体员工。该协议一般规定，如果目标公司控制权发生变更且作为协议一方当事人的高管或员工被解聘或解雇或者自愿离职，该高管或员工可以取得一定的补偿（离职补偿，severance payment）。控制权变更一般为股权收购所引起的股权结构的变更，但也可以为投票代理权争夺所引起的董事会组成的变更。离职补偿一般为该高管或员工在控制权变更发生后一定期间（如 3 年）的薪酬及其他福利。上述协议能提高敌意收购的成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东应该查阅公司文献——特别是股东代理委托书——关注管理层的薪金数字。同时也应该注意一些特别为经理人设计的贷款，或是那些看似优惠或出格的措施。

高级管理人员的薪水是一个棘手的问题。许多高级管理人员认为他们所经营的公司规模越大，他们的薪水就应该越多。这也激发了一大堆本来不会发生的公司收购与兼并。另外有一些主管则认为，他们的薪水应该和他们为股东所实现的投资回报率绑定在一起。投资回报率越高，他们的奖金也就应该越多。正确的答案应该是上述两种因素都应该作为薪水的评定标准。然而，以某一年度的回报率来发放奖金似乎是错误的做法。很多老练的会计师可以随时调整出一个漂亮的年度回报率。相反的，CEO 的薪酬应该像公司盈利、股息以及其他定量因素一样，根据过去至少 5 年的平均值来决定。高级管理人员不应该根据绩效拿奖金，除非他们所管理的公司在整个行业中表现超群，也就是说在每股收益、股本回报率、边际利润等指标上确实高人一等。如果不是这样，最高管理层就是拿着高昂的额外回报，干着普普通通的活儿。

像所有者一样思考的经理

巴菲特与他的合伙人查理·芒格信守“以所有者为中心的经营理念”来经营伯克希尔·哈撒韦公司，同时也在寻找以类似方式经营的公司。虽然伯克希尔·哈撒韦公司是以公司形式成立的，但他们的第一原则是“我们的姿态是合伙人”。这也明显地表现在巴菲特和芒格两人的财产与伯克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



希尔·哈撒韦公司的财产紧密相连。“我们吃的是自己煮的东西。”他们这样告诉股东。

查理·布兰帝喜欢去寻找一种公司，在这些公司里管理层不只是把自己当成所有者，还像巴菲特和芒格一样控有实质性所有权。“如果一家公司的总裁拥有20%以上的股份，那他和我们所想要的东西都是一致的——增加股票价格。只是为薪水和利益所驱使的经理不会和股东站在同一条船上。”

拥有一半以上的股份、董事会中的大股东，则对管理层拥有最大的控制权。像通用动力、杜邦、凯洛格公司、时代明镜公司等大公司都有这样的大巨头。管理层与“股东”无形的观念是和谐统一的。

定性因素

对于评估管理层的能力还有其他的重要的定性因素需要考虑。这些因素包括公司的市场份额（市场领导者通常对于排名第四或之后的厂商极有兴趣）、它的产品或它在生产产品时的效率等。一般来说，为了在成熟的公司里达到最佳增长率，投资者注重产品的开发。新产品有时能让一家老公司的股票表现得像小型公司或新公司那样。

有些投资者则希望公司能充分地分散化。分散化经营表面上看来有它的道理，但如果该公司所从事的已经是行业中最赚钱的业务，那还为什么要分散化，把精力分散到其他没那么赚钱的领域中去？这样做到底对公司能有什么好处？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想想可口可乐的例子。在可口可乐公司试图引进新产品以进行产品分散战略时，公司的增长率渐渐放慢。新的可口可乐，尽管有着极大的宣传攻势，但却成了一个让公司尴尬的失败案例。而当可口可乐公司把精力集中在“老可口可乐”产品，并把传统的可口可乐引入新市场的时候，公司的增长速度又开始突飞猛进了。

盈利能力，即使是从非传统的方式发展而来，它仍是衡量管理层优劣的最终手段。格雷厄姆和多德说，如果管理层的经营行之有效，则一定会反映在公司的财务报表上：



长期而且超人一等的数据是卓越管理能力的铁证，这些又把我们推回到定量数字上。

量化需要证据

“以价值投资作为出发点，要求投资者把钱付给眼见为实的东西，而不是为自己期望的东西”，布兰帝告诫道。资产负债表和损益表上都有很多手段可以用来评判管理阶层的表现。最常见的三种方法是：

- 公司增长率。检验销售趋势与利润趋势。
- 税前边际利润。成本是否得到控制？
- 投资资本的盈利情况。优秀的管理层最为重要的标志，就是投资资本获得较高的盈利。无论是大公司还是小公司；无论是制造业还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



服务业；无论是私人公司抑或公开上市的公司，对于所有的行业来说这都是基本的要素。股东期望的是赚钱。

投资资本的回报率 = （净收入 + 利息费用）/总资本额

投资资本的平均回报率大约是12%到13%。如果公司的税后投资资本回报率在12%到25%之间，分析师则视其为较好的表现。

管理层与股价的关系

公司的高级管理人员经常抱怨公司股价的循环反复让他们感到受挫；他们觉得自己根本没有办法控制股价。如果以每天的股价变动来看，这样的抱怨或许是真的。就短期来看，市场会按它自己的频率摇摆。虽然有时可能要痛苦地等待很长一段时间，但是最后市场总是会肯定优秀的管理层的工作，并且用交易价格的提升来奖励经理人的辛苦劳动。

格雷厄姆说，管理层的能力反映在“平均”市场价格和长期的价格趋势上：



优秀的管理层能推高股票的长期的平均市场价格，而糟糕的管理层则会降低平均市场价格。

不仅如此，关注股票价格也是管理层的责任：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于股东来说，他们的股票是否能获得一个合理的价格，与他们的股息、盈利和资产得到保护和增长至少是同等重要的。这取决于管理层是否能担当起他们的责任，代表股东的利益经营企业，包括——在其能力范围内——防止股价疯涨至不合理的高价，或下跌至不合理的低价。

闲聊谈天还是不闲聊谈天

布兰帝建议投资者应该检查公司的经济价值与它的市场价格之间的关系；然后，如果你对得到的数字很满意，你可以再评估其负责人；如果，你确实有疑问，你也可以打电话给执行总裁或财务总监。行不通的话，可以联络公司的投资者关系部门。“这些人大多数都像美泰克公司的修理工一样——寂寞”，布兰帝戏称，“他们最喜欢说话了”。

然而，对于某些投资者来说，拜访公司却是不可替代的。沃伦·巴菲特说他20世纪50年代在格雷厄姆纽曼公司工作时，他唯一抱怨的就是格雷厄姆不希望他去打电话给公司或与管理层谈话。巴菲特认为如果可以和公司的CEO本人碰面、参观一两座厂房，可以获得大略的印象。彼得·林奇的职业生涯也是从为富达投资公司进行电话拜访开始的，这样可以评估投资对象。

究竟要不要走上这条路，其实是个人风格的问题。有的投资者认为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



拜访公司的时候，他们可能会被公司高级管理人员的甜言蜜语给迷惑了。格雷厄姆就是这么认为的。毕竟没有销售员的三寸不烂之舌，是不可能挤得上公司高层的位置的。另一方面，善于观察的投资者也可能会从中对该公司大体的情况有一个大略的印象。

如果小投资者想要拜见公司的总裁，可能会吃个闭门羹，但是他们可以参加股东大会。股东大会进行的方式，能透露出很多关于公司经营状况的讯息。

股东大会的解析

WD－40，一家产品销路甚广的全效润滑剂制造商，几年来都在工厂车间里举行股东大会。桌子和椅子就摆在光秃秃的水泥地中间，周围围满了配方序号 WD－40 滑润剂大桶。产品就是根据配方编号命名的。这传达出一个讯息：“我们是一家简朴、保守的公司，我们的股东大会也是一样。”

WD—40 公司近年来把股东大会的场地移到了酒店里，但仍然保持了清爽和直截了当的风格。董事会的成员坐在会场台子的前面，回答任何股东提出的问题。没有在听众中预先安排托儿问一些他们想要回答的问题；也没有筛选写在纸上的问题，用来回避令人尴尬的话题。WD－40 经历了对它的挑战，但也保持了尊敬和回馈股东的好名声。

有些股东大会只是行事匆匆，会议时间刚好只够选举董事会成员，表决同意审计人员，通过管理层提出的议案。安排这种股东大会的管理层似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎并不在意与股东沟通或者听取股东的意见。

另外有些公司则会精心安排乐队演奏和油头粉面的表演，旨在打动前来参与的股东，镇压小投资者或满腹牢骚的股东。结局可想而知。股东被逼急了之后，股东大会的场面会变得相当难堪。史上最喧闹、对管理层而言最为难堪的股东大会，发生在1989埃克森瓦尔迪兹在阿拉斯加的原油泄露事件之后，整个大会被全国电视现场直播。股东中的积极分子公开表达他们的不满，逼迫怒火中烧、讳莫如深的管理层回答了十万个为什么。

另一个类似的股东大会，发生在现在已经销声匿迹的圣地亚哥储贷公司身上，麦克风在听众当中传来传去，董事长在前面回答问题。一位愤怒的股东一把抢过麦克风，对全场观众展开了关于他对于该公司财务状况的分析和公司未来几年的计划的演说。然后他和其他股东开始把他们的抱怨和要求都一股脑地摔在了董事会的脸上。经过了20分钟的大混乱之后，公司员工才把麦克风抢回手中，控制住了场面。这些前来捣蛋的股东提出了一些致命的问题。没过几年，这个储贷帝国开始萎缩，最后交给了重组信托公司——行业的常规接管者的手中。

这个样子的股东大会当然是特例。通常，管理层都会简单地走个过场，让当前的管理层继任。虽然股东通常会被要求签名进入会场，但许多公司还是同意让非股东的来宾参加大会。这是与公司领导层面对面的一个机会，并且可以对他们对未来的雄心、他们的态度和他们的能力有一个大概的了解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股东的权力

认为股东是公司的所有者的价值投资者，有时会发现自己与公司管理层总是意见不合，这就和格雷厄姆当年一样。卡恩兄弟公司，其创业之初的轨迹与格雷厄姆渊源颇深，就以其主张股东权利，动辄对管理层提出诉讼而闻名天下。“大部分的股东就像羔羊一样，不愿意站出来采取行动。我们因此被迫站出来保护自己和我们的客户。”艾伦·卡恩解释道。

格雷厄姆并不是一个喜欢打官司的人，而且他也知道股东其实很少这样做，但他仍然鼓励股东行使他们的所有权。格雷厄姆和多德描述典型的美国股东为“囚牢中最驯服、最麻木的动物”，并且主张：



股东如果能被教会懂得他们的权力，并愿意行使，那对每个人来说都是最有益的事情。

股东之所以向来寡言少语，主要是由于三个普遍的（尽管是错误的）假设造成的。股东普遍相信

- 管理层比股东更加了解公司的经营状况。
- 管理层对公司的股价没有责任也没有兴趣。
- 如果股东对管理层不满意，他们应该卖掉手中的股票。

格雷厄姆声称，第一个假设只有一半是真的。管理层了解公司，但这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不意味着他会采取对股东最有利的策略。如果公司的盈利主要用来增加管理层自己的薪水和津贴、做一些以自我为中心的购并活动，或只是为了保住管理层自己的饭碗，那就大事不妙了。近年来华尔街的股东活动已经比格雷厄姆时代多出许多。股东对公司诉讼的浪潮最早始于 80 年代，在 90 年代扩大范围，这激发了美国国会在 1995 年立法保护公司免受其所有者——股东的伤害。

第二个错误的假设——管理与股价没有关系。这已在前面讨论过。当管理阶层持这样的态度时，投资者最好尽量避免投资这样的公司。

第三个假设——不满意的股东应该卖掉股票。正是这样的心理，才让自私自利的管理层占住了公司的职务。形形色色的股东，出于健康、宗教、社会和投资倾向的原因，拒绝这样去做。

今天，绝大部分的股东都认识到，如果他们不喜欢公司设立的关于社会的、政治的、环境的、员工的或财政的政策，他们除了卖掉手中股票之外还有其他的选择。与管理层对话，委托发表股东提案，个人诉讼或集体诉讼等方式，都可以对公司产生影响。然而，试图影响管理层的决策或改变公司的政策是一件旷日持久的事情。这偏离了投资者的主要目标——赚钱。从投资的角度来看，在购买公司的股票之前就研究好并深入了解公司的管理层，从一开始就找到经营理念合乎自己想法的公司，才是明智的做法。

结语

格雷厄姆常常告诉他的学生，当一家好公司有一个糟糕的经理人时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



很多问题就会随之发生。第一个影响就是股票价格很可能会下跌，进而走到极端就是让股份成为资产的游戏。如果董事会正常运作，可能还会出现最高管理层的大换血。如果没有，大换血的就会是这家公司。公司可能会变成接管的目标，或最糟的情况是，这家公司可能会走向失败而破产。

关于股东权力最有力的争论之一，出现在1940年版的《证券分析》一书当中。概而论之，格雷厄姆和多德想要传达的信息是：公司的任务就是为其所有者赚钱，并且把赚来的钱分给所有者——方式为不断增加的股息、股价的上升或者资本回报的其他方法，例如直接发放现金。

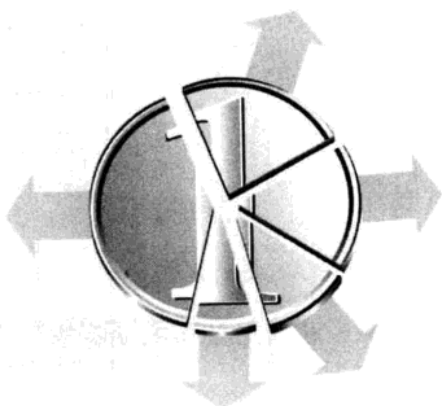
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时，请记住

- 如果面临要在好的管理层与好的公司之间二者选其一，则选择良好的公司。
- 选择一毛不拔的管理层。高层的高级经理人是不是在财政上谨小慎微，甚至在对他们自己的薪水和福利上也是如此?
- 选择那些管理层大量持股的公司。
- 着眼销售和利润的高增长，股东权益的高回报，来判断管理层的责任感。
- 保卫自己的股东权利。毕竟，是你拥有这家公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第五章
打造投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不寻求大师们的水准；我们寻求大师们梦寐以求的水准。

——沃尔特·迪斯尼公司的使命宣言

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1970年格雷厄姆计划修订他的经典投资著作——《聪明的投资者》。他在写作的过程中，得到了他当时的得意门生、后来的好友沃伦·巴菲特的帮助。但是当他们俩的合作关系渐渐深入时，他们对市场的看法产生的差异也愈加明显。格雷厄姆提出了“防守型”投资者与“事业型”投资者等概念，巴菲特则认为这种区分不再有效。在他看来，所有的投资者都应该是事业型的投资者。虽然在书的最后有两个人在很多话题上展开的争辩和讨论，巴菲特也为该书作序，并提供部分附录资料，但他始终都没有成为该书的合著者。

当世界各地的投资顾问谈到为个人投资者构建投资组合的时候，他们的建议通常分为“较少”和“较多”两种类别。那些金额较少、投资知识较少、投资前考虑时间较少的投资者，应该选择风险较小的投资。那些金额较多、投资知识较多、赚回损失的时间较多的投资者……你明白我说的是什么吧。

利润来自脑力劳动

格雷厄姆的防守型/事业型的概念，和传统的较少/较多的观念不相吻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



合。按照他的想法，风险并非取决于投资者可以承受多大的损失，而在于投资者可以且将会投入多大的精力：



> 有一个古老而又很有道理的原则就是，没有能力承担风险的人，就老老实实地接受那些回报相对较低的投资。这也发展出一个常识，即投资者可以预期的回报一定程度上与他可以承担的风险成正比。我们却有不同的看法。决定投资回报率的高低的因素应该是投资者所愿意且能够投入在这项投资上的智力方面的努力。

防守型投资者需要的是很少的管理、极为安全的投资组合，而事业型投资者则可以积极监督、管理他们的账户。是管理的密集程度，而不是可以额外承担的风险，创造了高额的回报。

虽然巴菲特坚信所有的投资者都应该关注市场即时动态，但有些论点还是支持格雷厄姆两个范畴的说法。有的投资者可以投入较多的时间与精力在他们的投资组合上，他们能获得较高的投资回报也是合情合理的。然而，个人投资者作为常常被忽视的一个群体，他们的主要焦点放在了自己的生活和工作上，而不在投资管理上。这样的人应该且可以成功管理好个人的股票投资组合，尤其是如果他采纳防守型战略。甚至连巴菲特也将他所持有的伯克希尔·哈撒韦公司的股份的一部分放在了几乎可以说是永久的投资组合中，而不需要每天的照料。

有的投资者已经被误导，误认为所有的价值投资组合都如同懒散低能的动物一样行动迟缓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与增长型基金的对比

1995 年夏天，一位共同基金公司的年轻的高级管理人员与一位财经记者讨论投资组合的管理，记者不经意间提到了价值投资法中涉及投资组合的一项原则。“哦，是这样的”，这个男人答道，“你知道，我们是增长型共同基金公司。我们可要更加激进得多。”几分钟前，这位高级管理人员满是自豪地告诉记者，扣除费用后，公司管理的增长型基金的平均年投资回报率可以达到 15% 至 18% 。

考虑到很多共同基金的表现还不及道·琼斯工业指数，这样的回报当然是相当不错的，但是如果和极其保守的价值投资者——他们的投资通常长达 10 年以上——所获得的 17% 到 27% 的年回报率相比，这样的表现便黯然失色了。研究显示，根据格雷厄姆的法则投资低市盈率的股票（理想的市盈率是 6，但是并不多见），在不同市场可以有 16. 8% 到 37% 的投资回报率。增长型股票可能会出现比这更快的短期上涨速度，但如果不是公司的成长转换成股价上的增长，这样对投资者能有什么好处呢？

有些投资作家指责价值投资的实践者们放弃了他们的原则，因为这些投资者的选择似乎不够“保守”。这些作家可能弄混了“保守”和“传统”的概念。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



保守仅仅就是保守

当巴菲特年仅35岁，还在经营着巴菲特有限合伙公司的时候，对于保守型投资的定义，他表达过自己的沮丧。他的批判显然是在谈论巴菲特有限合伙公司没有大多数的共同基金那么保守。“毫无疑问这些投资公司操作资金的方式比我们更为传统”，巴菲特写道，“对许多人来说，因袭传统和保守主义是难以辨别的。”

巴菲特强调，将保守和传统混为一谈是执迷不悟。“真正的保守行为出自于明智的假设、正确的事实，以及合理的判断。这些特质也许会产生传统行为，但很多时候这些特质也会引导非传统的行为。”他总结说。

寻找价值被低估的股票，个人研究表明其尚有价值，而投资大众却未注意到。这在某些人看来可能既传统又保守，但结果却常常是两者都不是。本章我们会研究各种投资方法，有些是自认为是防守型投资者采用的方法，有些是把自己视为事业型投资者采用的方法。但是首先我们需要考虑建立投资组合的更广泛的指导方针。

目标

有多少投资者就可能会有多少投资目标。格雷厄姆的学说可以实际运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用在任何投资目标上。那些希望能尽量延缓交税的人，可以买进股票然后长时间持有。那些需要现时收入的人可以从大量的发放股息的股票中作选择，其中不乏股价增长收益也不错的例子。那些选择避免特定行业类别——例如烟草、酒类、军火或堕胎药制造商——的投资者也可轻易运用价值投资法则达到目标。投资者可以找到很多以价值为基础的证券来实现他们的投资目标——无论是道德上的还是经济上的。这些投资法则是通用的，选择却是个人的。

适当的回报

格雷厄姆告诉投资者，他们应该对于投资活动有一个正确的态度——不只是在买卖证券的过程中，也在于他们对回报率的期待上。对于投资组合过大或过小的期待，都会把投资者置于错误的思维框架中。

贪婪会导致错误的决定，但是也有投资者会去追求平庸，这真是让人费解。成千上万的投资者买下指数基金，在市场下滑时蒙受同样幅度的损失，而在市场上扬时的获利不会超过整个市场的上涨幅度。同样令人困惑的是，基金经理人竟然通常以道·琼斯工业平均指数（DJIA）作为判断绩效好坏的标准。

花时间花精力去钻研投资法则的人，也许是不想只满足于和道·琼斯工业指数所达到的绩效相同的表现。这个指数偶尔会有走走背字——1973年指数下跌13.12%，1974年再一次下跌23.14%。但是其他时候我们能跟着道·琼斯工业平均指数的脚步也是一件幸运的事：1975年道·琼斯工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



业指数上涨了44.4%。

通常，道·琼斯工业平均指数的表现就和它的名字一样——“平均”。例如，1978年到1982年的四年的时间里，道·琼斯工业指数一共也就涨了28.6%，平均每年涨幅只有7.15%。从长期的角度来看，股票的平均涨幅一般应该是每年9%到10%（幸好，股票市场的长期走势是向上的）。

其实，要想达到和道·琼斯工业指数相当的绩效表现很简单——只要以等值金额购买组成道·琼斯工业指数的30种股票即可。有一个简单的方法可以提高这些道·琼斯指数的表现。对道·琼斯成分股票运用价值投资法则——买进价值被低估的，卖出价值被高估的——同时保留足够金额的债券或现金，以便在股票市场和利率打嗝的时候加以利用。麦克·欧希金斯在《战胜道指》一书中教给了投资者类似的方法。

合理的预期究竟是什么？投资者如果在管理他们的投资组合上干得不错，应该可以获得每年12%到15%的复合投资回报率。这样的回报率得到投资历史的支持。

“不管资本的多或少，如果人们看待股票交易时，只期待他们的资金能有每年12%的回报率，而不是每周50%，他们应该会有较好的长期表现”，查尔斯·道在世纪之交时著文写道，“每个人都知道在打理个人的事业时应该是这样的，但是一个人平时能谨慎而仔细地经营店铺、工厂或是房地产公司，却似乎总是认为投资股票时就应该采取另一套完全不同的方法。这真是太离谱了。”

甚至连巴菲特也把资产回报率的目标定在了每年15%以下；超过这个数字的部分就像是蛋糕上的奶油。巴菲特的蛋糕上奶油多得像山一样，毫无疑问那是因为他在工作上花了很多努力。即使在累积多年的经验和成功之后，巴菲特仍把购买股票的目标定在获得实实在在的安全边际上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分散投资

分散投资是格雷厄姆构建“安全边际”概念的三大基础理论之一。他把分散投资比作轮盘赌算术。如果猜中正确数字的奖金很低，赌徒押的数字更分散，作用只能是输掉更多的钱；但是如果猜中正确的数字的奖金足够高，押的数字越分散，最终奖金也就越高。从另外一个角度来说，可能获得的奖金越高，分散投资所得到的好处也越大。

能每次都选中中奖号码的投资者就不需要分散投资。但大多数的投资者应该都不会这样百战不败吧，所以分散投资可以带来下列的好处：

- 从总的投资回报率的角度来看，分散投资可以缓解市场动荡的冲击。不可能所有的股票都一起上涨和下挫。全美投资者俱乐部协会把这称为“五规则”。“‘五规则’是说，购买的五只股票之中会有一支陷入出乎意料的困境，三支会同预期目标相差不多，最后那支会有出人意料的优秀表现。”
- 当需要现金的时候，分散可以提供灵活性；非得抛售股票以获得现金的时候，分散投资可以提供投资者更多的选择。这就像格雷厄姆说的：



真正的投资者很少会被迫要抛售股票，而且他在任何时候都可以不必在乎股票当时的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 当利率出现变动或有其他影响股价的因素出现时，分散投资可以提供一定的保护作用。每一个投资组合都应该包含受益于利率上浮的要素，作为分散投资组合的一部分。
- 分散可以提高命中彼得·林奇所说的“十倍股”的机会。这些股票表现卓越，能有效提高整个投资组合的投资回报率。

格雷厄姆对分散投资的评论可以分解成分散投资第一诫和分散投资第二诫。

分散投资第一诫



我的基本原则是，投资者应该总是把最低25%的投资放在债券或债券的等价物上，再把最低25%的投资放在流通股票。余下的50%投资者可以根据股票和债券的市价变动，调整股票和债券的投资比例。

运用分散技巧的方法之一是想像一个用珠子的那种古老的珠算盘。在算盘的左端，四分之一的珠子代表投资股票。另一端也用四分之一的珠子代表债券或其他具有固定回报率的利息收益投资。至于中间的珠子——占所有珠子的50%——是向左还是向右移动，就要看当时的市场状况了。如果有许多划算的股票值得投资，大部分的珠子就会移到左边。如果好股票非常稀缺，而政府债券、存款单或其他有固定回报率的投资能提供相当高的利率，那么大部分的珠子就该移到算盘的右边。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当不知道如何取舍的时候，应该优先选择股票。即使是最保守的投资者，也应该在投资组合中尽可能提高股票的比例。根据格雷厄姆的说法，这有两个原因：

- 当通货膨胀加剧的时候，股票可以提供最好的保护作用。
- 股票的历史投资回报率，本来就优于其他形式的投资工具。

同时，最精明的投资者手中持有现金时才会觉得安心。在 1995 年的股东大会中，巴菲特解释说，"现金是资产的剩余部分。如果我们喜欢什么东西，我们就去购买它。如果我们找不到值得买的东西，我们也绝对不会只因为手里持有现金就强迫自己非得去买点什么东西。"

现金、债券和等价物

格雷厄姆解释说债券、债券等价物和现金有下面几个好处：

- 作为保护
- 作为价值的仓库
- 有时可以作为更高投资回报的来源——虽然这样的时刻通常是一闪而过

投资政府公债、公司债券以及其他支付利息的证券本身就是一件需要熟练度和纪律性的工作。固定收入投资受到了在过去的 20 年中出现的货币市场基金、债券基金以及其他专门赚取固定利息收益的证券的进一步影响。有的投资工具，如定期存款和国库券，就比较容易理解，而公司债权、市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



政公债就是另一码事了。对高风险的债券进行投资需要大量的资本，以便有效实现分散投资；投资者可能会发现使用共同基金作为投资对象是更容易更安全的方法。

在某些状况下，优先股可以取代债券，但基于税赋方面的考虑，优先股也许更适合机构投资者。想要了解更多关于优先股的知识的读者可以阅读第九章。

固定收入债券的选择

投资者在投资债券和债券的等价物时使用何种载体，需要根据投资者的目标而定。如果目标是：

- 资本的安全性：最好的投资就是直接购买政府公债、由政府背书的定期存款或是货币市场基金。这样，投资者总是可以拿回本金，而且有固定或变动利率的利息收入。
- 将高利率最大化：在专业经理人的操作下，债券共同基金通常会取得最高的利率。但是如果外在环境突然发生变化，投资者也可能发现债券基金的资产净值（NAV）或是赎回价格会低于原始投资。至少暂时在账面上，投资者赔了钱。当市场进行调整，基金可能会重新恢复它的价值，但债券基金并不保证投资者可以收回本金与利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分散投资第二诫

任何投资者的投资组合中都应该有合理数量种类的股票——或者，就如同格雷厄姆所解释的，“适当但不过分的分散投资”。1929 年股市大崩盘后，在大萧条期间，格雷厄姆同时持有至少 75 支以上的股票。这么多的股票可是一个大数目，但格雷厄姆买这么多自然有他的理由：



> 我们最主要的操作手法之一就是无差别地买入价格低于净流动资产的普通股，之后卖出时，通常可获得 20% 或以上的年收益率。在任何一个给定的时间，我们的投资组合中通常都有 100 多支类似的超值股票；在过去的三十五年中，这个投资组合中所涉及的全部股票有 90% 收到了令人满意的利润。

换句话说，格雷厄姆有能力找到这许许多多的价值被低估的股票。他并没有过分注重这些股票的品质，并且买了许多不同种类的股票。通过将风险分散在这许多许多的便宜的股票上保证了投资组合的安全性。随着时间的推进，这类股票越来越难发现，使得最后格雷厄姆不得不开始揣着小心来挑选股票。

今天，偶尔地也能以一个令人瞩目的低价买到一些公司——甚至是稳扎稳打的公司——的股票。投资组合中应该有这样一个特别的位置留给这些“本杰明·格雷厄姆的超值股票”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



本杰明·格雷厄姆超值股票

欧克工业是一家1930年成立的电子控制和元件公司，就在20世纪80年代初期一举成名。由于有线电视产业的兴起，带动频道转换器与相关器材的需求大增，而这些零件制造商也因此沾了光。但欧克工业并没有像它的执行总裁相信的那么神奇。

公司的销售不断增长，执行总裁大喜，于是在南加利福利亚州花大价钱建造公司总部并奢华装潢，还把股东大会的地址放在了巴黎举行。其他像这样的挥金如土不胜枚举。

当科技类股票频繁出现调整时，情况开始变得惨不忍睹。1984年该公司每股损失5.84美元，欧克工业有形资产账面价值达到每股负3.62美元。1983年该公司暂停了从1934年就从没停过的配息。在20世纪80年代初一直以2位数的金额交易的股票，到了1991年股价已跌入谷底，每股成交价仅1美元，甚至还会时不时地跌破1美元。

公司想要重振雄风之时，公司对管理层进行了几次大换血，把总部也搬回了较为谦逊的建筑，同时也卖掉了一些事业部。这一切都是为了生存。到1990年时，公司扭亏为盈。在1991年，有形资产账面价值上升到每股1.02美元，盈利为每股7美分。资产负债表与损益表都有明显好转，但股价仍然在1美元左右徘徊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1993 年欧克工业宣布一项 5 股换 1 股的措施，以改变公司总是一只廉价股票的印象。突然之间，市场开始注意这家公司的股票。1995 年之前，该公司的股价已达每股 29 美元，换算成股票合并前的价位，约是每股 5.8 美元。如果投资者在 1993 年以每股 1 美元价位购买欧克工业 100 股（即 100 美元），1995 年就等于持有 20 股该公司股票，总值 580 美元——相当于每年 240% 的投资回报率。

好事总是接踵而至。虽然欧克工业的股价在 1995 年 7 月略微下挫至每股 26.5 美元，但它被《巴伦周刊》提名为符合巴菲特选股条件的公司。其应符合的条件包括：净收入占总销售额 15% 以上，以及每年股权回报率达 20% 以上。基于上述这些财务要素，《巴伦周刊》认为这家公司的合理股价可达每股 89.52 美元。如果果真如愿以偿，1991 年以 100 美元、每股 1 美元价格购买该公司股票的人，可以以 1790.4 美元的价格获利卖出。

对于将合理保守的指导原则作为信条的投资者来说，如果手边股票的品质足够好，至少应该同时持有 5 只股票，或者如果对股票的品质不是很有把握，则最多可以持有 30 支的股票。如果股票的数目超过这个数，即使有电脑协助，也可能会因为数量过多而不容易监控股票的表现。虽然电脑可以追踪股价的变化，提供一些简易资料以供研究，投资者还是得花心思去阅读并了解这些公司的营运情形。

一般来说，同时持有 5 只股票是最稳当的做法，因为每个人的投资组合中，不应将超过 20% 的资金集中在同一个行业；至于是否要同时持有 30 多只股票，则可以随机应变。不过，值得注意的是，限制投资组合当中股票的数量，只是单纯为了更方便管理、更容易追踪投资组合的变化。这么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



做并不见得能提高投资回报率。从投资回报的角度来看，并没有购买股票种类数量的上限。“投资回报率并不会因为投资组合中项目数量增加而增加——只要遵循严格的价值投资标准。”查尔斯·布兰帝这么写道。

一家美好的公司

墨守成规固然有道理，但如果仅限于纸上谈兵，就会有人建议将其打破。巴菲特就曾经说过，如果是真正的好公司，他并不介意就只投资这么一家公司。不过“一支完美的股票”确实有如凤毛麟角，因此巴菲特主张投资者应该持有几支自己了解并且有正当理由喜爱的公司。“每一个新的投资决策都应该以你已经拥有的股票为标准来衡量。我每次要买进新股票的时候，我都会拿如果我买了更多可口可乐的股票来做比较。比起现在手中持有的股票，只有在确定更喜欢新股票的前提下，你才应该购进。如果你已经握有太多股票，就不可能对每一只股票都一清二楚。这是投资者最容易遵循，也是最容易忽视的最重要的投资启示之一。”

国际股票

格雷厄姆生前仍在从事投资管理时，所发生最重大的变动之一，就是开始投资国外金融市场。1973 年，也就是格雷厄姆去世那一年，全世界股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市的总市值不过 1.1 万亿美元。到 1994 年已经增长到 14.1 万亿美元了。同时期美国股市占全世界股市总市值的比率，也从64%下降到33%。只在美国市场投资的投资者，就会错过：

- 十家最大的银行中的十家
- 十家最大的建筑和房地产公司中的十家
- 十家最大的公用事业公司当中的九家
- 十家最大的机械公司当中的八家
- 十家最大的电子公司当中的八家
- 十家最大的汽车公司当中的七家
- 十家最大的化学公司当中的七家
- 十家最大的保险公司当中的七家

现在，投资者为了改善绩效、分散投资等目的，多会向外国市场寻求更宽广的投资的机会。

近几年来，一些新兴的小型海外市场的表现往往比美国市场更好。举例来说，大多数的东南亚国家过去 10 年的经济增长率都至少在 5% 以上，远超过美国。甚至如德国、英国、香港、法国、意大利、瑞典、挪威和芬兰的那些成熟的证券市场，也经常超越美国证券市场的表现，很少再追在美国屁股后面跑了。当在美国本土价廉物美的股票已经日渐稀少时，国外也许还有很多机会。

价值投资法是如此基本的方法，在外国投资市场也同样适用。许多分析师坚信，如果格雷厄姆仍然在世，他可能会挨个检视外国市场并找出超值股票来。这或许是真的。如今许多投资者通常被鼓励手中持有至少10%，最多不超过20%的海外投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



出远门时请看好你的钱包

另一方面，海外投资也有它自己的风险，这也是格雷厄姆的家训中一定有的。因为有几百家上市公司挂牌交易的证券交易所至少在21个以上。要取得这些国外上市公司的资料并不容易，有些财务报表甚至品质堪忧。投资者还必须考虑政治风险、汇率风险、通货膨胀风险，以及因单一公司的问题而蔓延整个股市所引起的轩然大波等。和美国相比，国外股市是比较容易大起大落的。

最好的出远门方式

幸运的是，在国际股市上投资有一些可以降低风险并分散投资的方法。你可以采取如下的投资方式：

- 封闭型共同基金。封闭型基金的投资范围有全球、区域以及国家等几种。历史最悠久、最出类拔萃的基金——其中比较有名的，日本基金——就是封闭型国家基金。因为封闭型基金在发行时流通数量已经固定，日后投资者买进、赎回就和股票没有什么不同，基金经理人也不容易因为资产的突然大量流失而影响基金的操作。这对开放型基金来说是一个严重的威胁，特别是在政治或经济的消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极事件对股市对外国市场形成冲击，进而引起投资者恐慌的时候。封闭式基金的市价有时会按基金净值的八折交易。这样的折扣也为投资者创造了一定的安全边际。当然，这些基金也有可能在交易价格或回报率上出现大涨大跌的情形。

- 通过美国存托凭证（ADR）在美国证券交易所上市的外国公司。除了极少数特殊案例以外，大多数以美国存托凭证方式在美国证券交易所上市的外国公司，都必须符合证券交易所对财务报表的规定。一般而言，美国证券交易所的上市规定比其他国家的严格，所以，这些公司的财务数字和其他美国国内的上市公司的数字不相上下。美国存托凭证事实上是由委任代理人或由金融机构为股东“替身”的股票。不但有证券交易所的报价、交易记录，同时也以美元发放股息。美国现在大约有 1300 家外国公司发行美国存托凭证。投资者可以从一些全球的、区域的以及指定国家的基金中寻找投资组合，以发现真正具有信誉的美国存托凭证股票。
- 拥有广泛的海外业务的美国公司。可口可乐公司、沃尔特·迪斯尼公司、IBM（美国国际商用机器公司）、标准石油公司都是拥有广泛的海外供应商、海外制造厂房和产生海外销售的少数公司。这些公司进行全球化已有多年的历史，有处理多元文化的经验，知道如何进行货币避险。同时它们也有存档的财务记录。巴菲特说，虽然他并没有买过国外股票，但却从通过两大投资——可口可乐和吉列公司，参与国际投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



税收特惠

税收在今天的投资决策中扮演着举足轻重的角色，虽然这个课题应该另外单独写本书来讨论，但有一个原则是不变的。个人投资者应该尽可能把钱放在有避税账户中，例如个人的退休金账户或是公司的401－K计划。通常这些账户是免税的，且该账户中的所得也可以免税，这可以加快增长的速度。

美国共和党长久以来一直把减少证券交易所得税作为目标之一，在实现这个目标之前，准备持有股票至少一年以上的投资者可以付最低的证券交易所得税。股票持有不到一年即获利的人，证券交易所得税的最高税率是39.6%。而持有股票一年或一年以上的获利，最高税率则为28%。

除了这些基本的指导原则之外，遇到特殊的问题最好请教税务专家。同时，请记住两句老投资者的经验之谈：

- 那些把税收的问题作为投资决策基础的人，常常到头来根本没机会缴税。
- 有时纳税是一种荣幸。它代表你赚了钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定期定额投资法

定期定额投资法是投资初学者最常被建议采用的方法。虽然格雷厄姆不是特别看好这种科学化购买股票的方法（毕竟，这也意味着投资者不知道股票的价值被低估），但他相信，对典型投资者而言这种方法非常有用。定期定额投资法向投资者提供了一种纪律，格雷厄姆说。它可以避免投资者在错误时间集中购买——免受格雷厄姆称为“市场先生”善变的性格所引起的情绪波动的影响。

定期定额投资法（又称为定投）就是在设定的时间间隔中按固定的金额投资。当它应用于股票上时，也就是强迫投资者在股价低时购买更多的股票，在股价高时买入更少的股票。以这种方法买进的股票，其成本一定会远低于该投资期间的平均股价。

对于个人投资者来说，定期定额投资法有一种稍昂贵（但也更简单）的替代方式，就是参加公司的股息再投资计划。

股息再投资

股息再投资计划是指把公司的股息自动再投资，买入更多的公司股票。投资者买入最低股数的公司股票之后就可以通过公司加入这项计划。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有些公司会自行吸收证券交易费用，或者收取相对较少的交易手续费。所购买的股票价格基于该公司为这个计划所购买的股票的平均成本。当然，并不是所有的股票都会发放股息，也不是所有的公司都会为投资者提供这样的服务。

当然，如果股票的价值被高估了，价值投资者就不应该使用定期定额投资法或是股息再投资计划。当发生这样的股票价值被高估的情况时，投资者必须决定是继续持有该股票等待发放股息，还是抛售股票并对另一支替代证券再投资。

耐心

一般来说，投资者常常会在买进股票最开始的两到三个月内每天在报纸上查看股价。当股票下滑，甚至在买进时的价格水平原地踏步，投资者都会觉得泄气。格雷厄姆认为，这是不必要的：



> 每一个投资者都应该在财务上与心理上为短期内糟糕的表现做好准备。举例未说，1973 年到 1974 年之间股市下滑，投资者在账面上多有损失，但如果他坚持下去，1975 年到 1976 年市场就开始反弹，在这 5 年期间里，他的平均回报率就是 15%。

尼古拉斯艾柏杰资本管理公司，一家圣地亚哥的投资公司，公司政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是选择价值被低估的股票，并在该股票上完全投资，因为基金经理人相信要掌握价值被低估的股票开始上涨的时机是不可能的事。一旦这类股票开始上涨，这个过程将会非常的快。就像格雷厄姆常常提醒投资者，要精确预测某只股票或整个市场的最低点和最高点，是几乎不可能的事情。尼古拉斯艾柏杰资本管理公司的经理人认为，掌握最大股票涨幅的方法，就是买进真正有潜力的股票，然后耐心等待。

何时卖出

许多价值投资者购入股票时，都抱有应该尽可能长期持有的想法。如果一家公司持续增长，为什么要付给经纪人手续费，还要缴税，从而降低投资回报率呢？就像本书前面说过的，美国政府雇员保险公司的原始投资者中有的人到现在仍然持有股票，或让这些股票在家族中一代代地传承下去。1993 年格雷厄姆的孙子为了医学院的学费筹钱，卖掉了他继承的美国政府雇员保险公司的股票。美国政府雇员保险公司是在 1948 年公开上市的。

“我觉得最理想的持有期间是无限期”，沃伦・巴菲特说道。

然而价值投资者不可能不卖股票。巴菲特也承认，有时他不得不卖掉一支他喜欢的股票去买另一支他更喜欢的股票。格雷厄姆自己也定期卖掉手中的股票，只要符合：

- 增值达 50% 以上。
- 达到其他目标价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格雷厄姆曾说，任何新的股票都应该有潜力使投资组合的绩效升级：



作为个人的独断，我们可以说，有理由相信通过交易投资者可能会得到至少50%甚至更多的回报率。

为求更好的绩效修剪枝叶

曾在格雷厄姆旗下的基金经理人沃尔特·施洛斯通过观察指出：“买进一支好股票等于成功的一半。”这么说，史洛斯的意思是，在评估它的资产净值、市盈率以及其他各种因素时，这只股票应该有什么样的价格，投资者早就心里有数了。除非基础条件发生了让人信服的变化，否则当股票上涨到目标价位时，也就可以抛售出去了。

一只股票从价值被低估到价值被高估可能要花费3到5年的时间。偶尔的，环境也可能会表明这只股票没有办法达到投资目标（当基础条件出现重大变化的时候），遇到这种情况就应该毫不犹豫地卖掉。

然而，有的例外的股票应该比一般股票持有时间更长，因为这些公司的增长潜力会持续多年。它们的内在价值，或者是对股东的未来价值，总是领先其市场价格一步。这类的股票也是实际中不变的投资组合中的基础组成部分。

查尔斯·道也倡导一个类似的策略：“尽快和损失一刀两断，让你的利润跑下去。”他也说，不幸的是，大部分的投资者却往往倒行逆施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结语

当投资者赔钱的时候，往往是因为投资者从一种投资转向另一种投资的速度太快了。他们总是在某项投资是“热门”，或是在其价格最高点的时候买进来，然后又在投资热潮散去，价格已经崩溃的时候卖出。这种半自残式的投资形式的解药，就是对你理想中的投资组合有明确的概念，然后坚守这种想法。

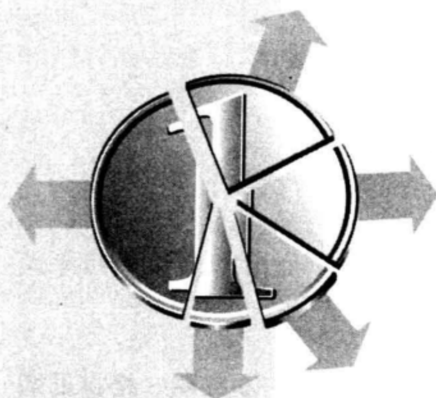
当有好品质的证券可以按照一个有优势的价格拿到时，就应该将其加入投资组合。品质是盈利的关键——而坚持品质就是高回报的关键。“拿着钻石希望之星的一大部分，比拿着水晶石的全部要划算多得多了。”巴菲特这样告诉我们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，请记住

- 建立合理的目标。平均年回报率是12%到15%就已经算是很不错了。
- 无论什么时候，请将投资资金中至少25%的部分投资在债券或是债券等价物上。
- 无论什么时候，请将投资资金中至少25%的部分投资在股票上。
- 如果没有坚定的理由，就不要卖掉股票。
- 要有耐心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第六章
选出有价值的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你正在购买普通流通股票，请按照你平时到杂货店买东西的方式来买，而不是按你买香水的方式来。

——本杰明·格雷厄姆

对《小姐》杂志读者的建议，1952 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆对年轻女士的劝告无疑是最性感的忠告了。然而在今天，这样一个男人和女人都会去购买日用品、古龙水和证券的时代，格雷厄姆的忠告可以配上一个新的意境。他的意思再清楚不过。投资者往往被某只股票的味道所吸引。比如公司的名字出现在精美的刊物上；或者经常成为鸡尾酒会和电视节目上的话题。这类股票有它吸引人的地方，投资者也就常常这样被它牢牢拴住了心。忘记这些浪漫情怀吧。别去管那些流行时尚专家。检视真正的事实，采用简简单单但逻辑性强的分析来做决策。

把所有东西都归在一起

在你打电话给股票经纪人准备买入股票之前，应该把公司的安全性、成长潜力以及你的投资需求等方面进行综合评估。每个人的投资目标也许各有不同，但是有一个目标却是所有的投资者都会有的。没有人想要或需要一支表现让人失望的股票。在选择股票的时候，价值投资者应该：

- 把关注点放在投资目标上
- 使用资产负债表与损益表获得内在价值的范围
- 寻求安全边际
- 评估定性因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



快速回顾

上面这个清单的前两个重点曾经在之前的章节中讨论过，但在这里我们还是在提醒两句：

- 为总投资回报做考虑。投资者可以从股价增长、股息发放或是两者结合来获利。就如同格雷厄姆和多德曾说的：



> 这实在是一个难以相信的事实，华尔街从来不问，“这家公司能卖多少钱?”然而这应该是购买股票时应当考虑的第一个问题。如果给一个商人提供可获得5%的利息的机会，并且他打算赚1万美元，那这个商人的心理活动第一步就是用目标收益乘上20倍，然后把整个投资的总价定在20万美元。计算之后这就变成了另外一个问题，究竟这个买卖是不是划算，值不值20万美元。

- “价格倾向于在价值上下波动。”这句话来自《证券分析》一书最新的修订版的合著人罗杰·莫雷。股票有时并没有充分反映内在价值，这也就给了投资者买低卖高的机会。
- 内在价值的范围应在资产价值与收益的一个保守倍数之间。最具潜力的公司，这个范围的最大值应该小于过去7年平均盈利的20倍，或是少于过去3年平均盈利的15倍。对于处在逆境中的公司，则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该参考较低的市盈率。

- 小心别负债过多，格雷厄姆和多德告诫我们：



> 根据我们的定义，从事投机的公司通常以拥有相对大量的高级证券和相对较少的普通股为标志。

请把上面的重点牢记于心，在接下来的几页中我们会深入讨论安全边际与定性因素的评估，然后回顾格雷厄姆购买股票的两种不同的方法。

安全边际

建立安全边际首先就是根据股票的内在价值来定义股票价格的范围。一旦投资者对股票的未来价值有所了解，他就会寻找一些可以在判断错误时用作缓冲的要素。而坚实的剩余价值则可以创造出让人舒服的安全边际。

“使用格雷厄姆和多德的指导方针不可能精确地估出一个简单的价值”，罗杰·莫雷说，“你应该给自己20%上下的缓冲带，然后对自己说：‘在这个范围之内全都是公平的价值。’”

要建立安全边际，应该遵循以下做法：

- 在整个股市处于低潮的时候买进股票，那个时候会有许多价值被低估的股票。（市场周期将在第七章说明）。
- 寻找暂时处于逆境的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在无数的案例中，当公司面临灭顶之灾的时候，它的股价会受到影响而大幅下跌。如果公司的基础牢固，通常可以度过危机，股价最后也会回升。如1989年发生在阿拉斯加的埃克森瓦尔迪兹号油轮泄漏事件；20世纪90年代被控违反洁净空气法案而遭政府罚款的路易斯安纳太平洋公司；以及可能遭到有史以来最具毁灭性的打击的，印度博帕尔发生意外的联合碳化物公司。

1984年联合碳化物公司的工厂发生毒气泄露，造成数千人死亡、上万人致残。联合碳化物公司在10个交易日之内股票跳水27%。最后股价在5美元左右的价位平稳下来。但意外事故发生的10年后，公司的股价上涨近400%，股息再投资的回报率高达700%。联合碳化公司股票的平均年增长率是16%，远超过标准普尔500指数12%的平均涨幅。1995年，联合碳化物公司的股票的交易价格在25到43美元之间。

- 在股市的市值没有被特别低估的时候，寻找被人忽略的股票。

找到这样的股票是可能的。第五章提过的克莱斯勒公司就是一个例子。尤其在熊市的时候，更容易找到超值股票。倒是在牛市，投资者得花更多的工夫才能有所得，就如同格雷厄姆和多德说的：



不管是在哪种情况下，基于分析师所估计的价值，安全边际就等于提供了折扣，使股票的买入价格低于最低内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➲ 价值被低估的股票的10个特质

专业投资者会在他们偏爱的地方寻求额外的保护。一个投资者可能接受许多种不同来源的安全边际，这取决于当时的环境和投资者自己的主管偏好。高资产价值、强现金流量，以及强势的市场地位，都是具有影响力的因素。

第一步是检查之前讨论过的几个定量因素（资产净值、营运资本、市盈率、负债对股东权益比率等）。格雷厄姆制定了下面这一系列检查价值被低估的股票的标准。他指出，只要公司符合下面10个标准当中的7个，它的股票价值就是被低估的，并且拥有充分的安全边际。

标准1至标准5衡量的是风险；标准6至标准7衡量财务完整性；标准8至标准10显示的是公司稳定盈利的历史。能够同时符合全部10个标准的公司几乎没有。

1. 该公司收益对价格比（即市盈率的倒数）是AAA级债券收益率的两倍。如果目前AAA级公司债券收益率是6%，那么这家公司的收益对股价比就应该是12%。
2. 该公司目前的市盈率应该是公司股票最近5年最高平均市盈率的四成。
3. 该公司的股息收益率应该是AAA级债券收益率的三分之二。如果股票尚未发放股息或是没有收益，根据此条标准该公司被自动排除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4. 该公司的股价应该等于每股有形资产账面价值的三分之二。有形资产账面价值的计算公式在第二章中已经给出。
5. 该公司的股价应该等于净流动资产或是净速动清算价值的三分之二。这也是格雷厄姆最早使用的投资技巧。公式在前面第三章中已经给出。
6. 该公司的总负债低于有形资产账面价值。
7. 该公司的流动比率应该在 2 或 2 以上，这是衡量公司流动性或公司用收入清偿负债的能力。流动比率的计算公式请见第三章。
8. 该公司的总负债不超过净速动清算价值。
9. 该公司的盈利在最近 10 年翻了一番。
10. 该公司的盈利在过去 10 年的任意连续 2 年中下滑不超过 5% 。

这些推荐的要点只是作为指导方针。它们值得投资者用心思考，但不能像看烹饪书的食谱一样生搬硬套。格雷厄姆的这个标准清单中，有些对于特定投资人尤其重要。下面有 3 个建议，投资人可以根据个人投资目标决定选用哪一个。

- 重视收益的投资者应该特别留意标准 1 至 7，尤其应该严格遵守标准 3 来选股。
- 希望在资产安全性与成长性中取得平衡的投资者，可以忽略标准 3；但是一定要重视标准 1 至 5，标准 9，标准 10。
- 希望得到额外的股价成长的投资者可以忽略标准 3；稍加重视标准 4，标准 5 和标准 6；对标准 9 和标准 10 予以足够的重视。

研究这 10 个标准的同时，投资人可以选择最能帮助个人达成投资目标的那些，其他作为参考即可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆说在选股的时候，对定量因素的考虑应该先于对定性因素的考虑。但是定性因素却可以提供让人舒适的安全边际，在一些特殊的案例中，如果定性因素足够让人信服，甚至可以推翻原先数字的判断。

定性因素

伯克希尔·哈撒韦公司的沃伦·巴菲特曾经这样解释：“当以投资为目的来评估证券与公司的时候，总是得同时将定性因素与定量因素相互印证加以考虑。举一个极端的例子，一位只以定性因素为导向的分析师说，‘买正确的公司（有良好的前景、行业发展和管理），股价会照顾好自己的。’另一方面，定量因素的发言人则会说：‘在正确的价格买进，这家公司（以及这只股票）会照顾好自己的。’在证券市场当中让人愉快的结果是，不管采用哪一种观点都可以赚钱。当然，所有的分析师都在一定程度上混合使用了上述两种方式——他之所以被归类为某种派别，主要是取决于他对各种因素的侧重不同，而不是他会采用一组因素而摒弃另一组因素。”

当同时有两只股票同等吸引人时，定性因素的考虑可以起到决定性作用，但是投资者只能买得起其中一种时，公司的规模、公司的品质以及它的产品、投资者对于行业的知识背景，还有卓越的管理团队等等就要全都纳入考虑中来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



稳定性好过灵活性

因为两只股票的基础条件类似，从中难以选择的时候，格雷厄姆和多德建议，选择规模较大、较为成熟的公司比不成熟的公司占优势，这是因为前者的稳定性较高。稳定的股票一般能在市场动荡的时候能更好地保住价值，因为有惰性作用，能在市场下滑时帮助他们抑制下滑，不过在市场上涨时，这样的惰性也被证明会对股价上升产生阻力：



没有经过训练的买家常常把高知名度当作购物的标准，即使付出相对较高的价钱也在所不惜。

规模不是缺陷



可以说是一种补偿作用，实际上我们看到，当成功的小型公司的价值增长倍数的时候，比那些早已取得如此成绩的大公司的表现要让人印象深刻得多。

尽管如此，格雷厄姆自己倒是大、小公司的股票都会买，而且他发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现，精心挑选过的大公司的增长速度也是很快的。

投资者常常有一种根深蒂固的想法，就是认为小公司的股价表现一定胜过大公司。现在已经有研究表明这种想法是错误的，原因主要出在对数字的错误理解上。研究真正显示的是，价值被严重低估的公司——这些公司的市值因此也相对较小——的确表现更好。尽管有这个新证据，投资专栏作家大卫·杜瑞曼仍然写道："我找不到任何一本商业杂志或是财经刊物里面会没人说小股票是今天的主战区的。谣言传得旧了就再也无法纠正了。"

了解行业的奖励分

巴菲特建议投资者应该量力而行。"我们的法则对高科技股票来说仍然有效，但是我们不知道从何做起，"巴菲特告诉伯克希尔·哈撒韦公司的投资者，"如果我们今年让你赔钱，我们希望明年可以赚回来，并在此向各位解释我们是怎么做到的。我相信（微软公司的）比尔·盖茨也会用相同的法则。他了解科技就像我了解可口可乐和吉列刮胡刀一样。我相信他也会寻求安全边际。我相信他也会以公司的股东的心态而不是普通消费者的心态来买股票。我们的法则对于任何高科技类股票也都是同样适用的。只是我们不是恰当的行动人。如果在能力范围内找不到合适的目标，我们不会想着如何扩大我们的圈子。我们会等待。"

虽然巴菲特称可口可乐和吉列公司是他完全了解的公司，但他对于保险行业也是相当的专业，这在伯克希尔·哈撒韦公司的资产中占有相当大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的部分。在他还是研究生的时候，他把美国政府雇员保险公司作为了他的一个研究课题，也是他学习保险行业如何运作的第一课。

投资自己非常了解的公司，布兰帝投资合伙公司的查尔斯·布兰帝说，意味着“你不会因为耸人听闻的头条新闻而影响你的短期投资决策。同时，了解一家公司是你深挖内幕的动力，并且为你提供便利的工具，这有时候是必要的。”

检查管理层

管理层必须行之有效地让明天的公司股票比今天更加值钱，这样的话题总是不时地出现。这个我们知道。投资者最想让管理层做的最重要的事情就是经营好这家公司，不断地赚钱。然后，他们希望这些利润可以被合理使用以增加股东权益、公司净值，或着两者兼得。

“把股票从投资者手中买回来是公司奖励投资者最简单也是最好的办法，”富达麦哲伦基金的前经理人彼得·林奇解释说，“买回公司股票的替代方案有(1）提高股息；（2）开发新产品；（3）启动新的营运部以及（4）购并。”林奇如此说道。

后三项替代方案对投资者提供的回报率保障力度较弱，但不管怎样，对于公司的影响绝对是积极的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆的方法

格雷厄姆一生都在孜孜不倦地寻找更好的选择股票的方法。他按绝对的最高标准做了许多测试，以找出既安全又能有较高投资回报率的股票。他要找的是富有逻辑且简单的方法，可以长期给人以满意的投资回报，包括市场大幅下挫的时候。

在他退休很久以后，80 岁高龄的格雷厄姆开发出一套更先进的标准，这套标准成为了他和一个朋友成立的一个基金——雷·格雷厄姆基金的指导原则。这些标准包括了本章前面提过的价值被低估股票的 10 大标准。虽然格雷厄姆的目标是力求简单化，但大部分的投资者认为他的这些标准有点技术性太强了。在格雷厄姆的著作和其他文章中所展示的各种不同的方法，事实上都只是格雷厄姆基本原则的变形。研究显示，这些方法都可以提供比道·琼斯工业平均指数更安全、更高的投资回报率。

防御型投资者

保守型投资者如果能采用格雷厄姆在《聪明的投资者》书中或者他在一些杂志文章中所提到、他在课堂上教授的“股市成分法则”去操作，是不大可能出错的。这些法则都是简单易懂的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一个希望能减少管理投资组合时间，降低投资成本，并且拥有高度资本保障的投资者，在检查公司时应该考虑以下 7 个要求：

- 足够的规模（年销售额 1 亿美元，其中至少 5000 万美元是资产）
- 足够坚实的财务状况（流动比率为 2：1）
- 过去 20 年持续发放股息
- 至少 10 年内没有出现盈利赤字
- 过去 10 年盈利增长率至少 33.3% 以上
- 股价不超过资产净值的 1.5 倍
- 股价不超过过去 3 年平均盈利的 15 倍

这些法则几乎排除了所有所谓的增长型股票，但投资者仍然能长期从公司的稳定性和成长中获利。被纳入这个“买进并持有”的投资组合中的公司，在牛市中不见得有一飞冲天的表现，但他们的成长实力却是值得依赖的。在市场下滑时他们的跌幅也往往小于大盘。结果，就像龟兔赛跑的故事一样，他们常常先于兔子到达终点。

一个激进管理的投资组合

格雷厄姆曾在 20 世纪 70 年代初期的一场演讲中，他概述了自己早期的投资技巧如何运用在现在的市场中。就像前文提到的，格雷厄姆早期的成功源自于他能够找到极为廉价的股票，买进许多价值被低估的股票，并且期待其中快速上涨的股票可以补偿那些跌落一旁的股票：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我们的技巧本身看起来简单得让人难以置信。既没有经济或大盘的预测，也没有对行业或个别公司的选择。我们唯一的依赖就是把价格吸引力作为标准，无差别地应用在一组对象上。

这种策略的成功依赖于是否能找到极为廉价的股票——这在第二次世界大战之后已经变得越来越困难了。1973 年格雷厄姆在修正他早年的投资技巧时指出，有精力和时间做研究，追踪个股状况并管理投资组合的人，还可以找到极为廉价的股票，从而获得更高的投资回报。

微调的投资组合

格雷厄姆在 1975 年的一场演讲中对投资组合管理规则提出了以下建议：

- 建立一个随机选择的符合下列条件的 30 多只股票的投资组合。
- 设定目标利润，每只股票在未来两年内获得成本 50% 以上的利润。
- 所有没有在两年内达到获利 50% 目标的股票，应该在两年期满后以市价卖出。

对于这个投资组合，格雷厄姆建议投资者应该选择符合下列标准的股票：

- 一个吸引人的市盈率。或是盈利对股价的比率，即市盈率的倒数，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



相当于过去12个月慕迪AAA级债券收益率的2倍，但市盈率绝不能高于10。

- 一个吸引人的股息收益率（在大多数市场中，范围应该在3%到6%之间）。
- 价格低于账面价值（如果你能找到这样的股票，占账面价值的三分之二的股票最好）。
- 价格应该远低于之前的最高点（比如是过去两年市值最高点的一半）。
- 相比于过去盈利的增长来说，价格吸引人（市盈率低于过去7到10年的平均市盈率）。

格雷厄姆曾经使用不同市盈率和账面价值做了许多测试，不管他再怎么倒腾，这些投资组合都能产生很高的投资回报。（虽然他建议采用股息和收益增长的标准，但格雷厄姆的下列研究结果并没有包括上述标准，因为他的资讯不足。）格雷厄姆说：



> 使用我们这些简单的方法中的任何一种（无外乎市盈率和账面价值筛选标准的各种组合），投资者的回报率都会比纽约证券交易所的随机投资组合的回报率高出5%至15%。

如上文所描述的，最佳的结果出现在注重低市盈率的时候。皮那可西方资本公司的真实故事恰好显示了一次潜在的股票购买如何在前面几章所讲的准则前原形毕露。皮那可西方资本公司的股票就是不能满足评估等级的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从价值观点来看皮那可西方资本公司

皮那可西方资本公司是一家在亚利桑纳州的公共事业公司，它的股票在 1995 年被许多投资简报推荐为最佳购买股票。它有房地产开发部门，不过该公司 98% 的利润都来自它的公共事业分支机构，亚利桑纳公共电力公司。20 世纪 80 年代初，皮那可西方资本公司曾经想要分散投资，进入银行业和房地产业。但金融服务部门以失败告终，公司不得不跳离出来。之后，该公司曾经一度出现反弹。碰巧，亚利桑纳公共电力公司经营了一座核能发电厂，又为电力公司的经营添加了风险的因素。让我们用格雷厄姆的公式中来测试一下皮那可西方资本公司，看看它的内在价值。

E（2r + 8.5）×4.4/Y

使用 1995 年皮那可西方资本公司的数字，公司的内在价值应该这样计算：

E（每股收益）= \$2

r（预期盈利增长率）= 5.27%

（根据价值线的预估数字计算得出）

Y（目前 AAA 级公司债券收益率）

= 7.37%

\$2（2×5.27 + 8.5）×4.4/7.37

= \$22.73

选取这些计算数字时，皮那可西方资本公司的股票交易价格是每股 25 美元，正好高于我们算出来的内在价值。

皮那可西方资本公司的股票到底值不值得考虑购买，还有第二道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



检验的工序，让我们看看股价能否通过其他衡量价值的检测手段。以下是一些补充数据：

- 账面价值。该公司的每股账面价值是 21.4 美元，和其交易价格接近，虽然交易价格无论如何不应该高出账面价值。
- 负债。该公司的负债是收益的 53%——有点偏高，但也没有高得惊人。
- 市盈率。市盈率为 11，处在格雷厄姆的价值范围之内。
- 盈利趋势。1984 年至 1994 年间的每股收益是 1.99 美元，恰好等于该公司 1994 年最新报告的年度收益。1995 年的收益预期为 2 美元，1996 年的收益预期为 2.2 美元。总体来说，收益表现可以说是个大杂烩。1984 年至 1987 年呈现强劲的势头，之后便开始下滑。1991 年出现 3.9 美元的每股负盈利，然后又开始回升，但速度并不明显。
- 股价标准。以每股 25 美元的价位成交，这是该公司股票近两年来的高点。
- 股息历史和收益率。股息在 1991 年、1992 年、1993 年暂停发放，然后在 1993 年重新恢复发放。和其他公共事业公司的股票相比，该公司的股息收益率和派息率都是偏低的。

对于格雷厄姆定义的防御型投资者来说，根据该公司的股息记录、薄弱的收益以及不够充分的每股收益增长，这家公司应该被淘汰了。而激进的投资者同样也会淘汰掉这只股票，原因有 3 个。它的现在价格和过去价格相比太高；它的交易价格高出账面价值三分之二，以及股息收益率偏低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果这只股票的记录再扎实一些，而且股价没有落在范围之外，它还是可能适合购买的。在这份报告的期间，该公司的管理阶层正在减少负债，并把相当一部分的利润转为公司的保留收益。这家公司最后可能会成为有吸引力的买入对象。但在我们做出分析的时间点，有前景更好的公司可供挑选。

价值线公司在 1995 年 5 月 6 日的报告中确认了这份评估。“总体来说，财务方面有明显进步。但目前我们并不建议保守型投资者买进这只股票。”

挖掘价值被低估的股票

如同之前再三强调的，价值被低估的股票可以被投资者在股市波动时从一堆低价股票当中挖掘出来，或者在股价总体并不低迷的时候从被忽略的股票中找出来。这类暂时的廉价股票，通常在该公司遭受接二连三的坏消息的打击时出现。许多投资者对最初的消极消息反应过度，一些基础条件完好的股票就会被低估价值——至少在投资者们的歇斯底里平复之前如此。

另外，当市场行情好的时候，投资者更应该在被忽略的行业中睁大眼睛寻找猎物，无论如何，都不应该随波逐流。1990 年至 1995 年间，金融业、医药业以及公用事业类股票都在投资者的黑名单上。然而常识却告诉我们，大众仍然会使用银行、制药厂、医院、电力公司提供的服务。当这些行业头上的乌云散开的时候，这些公司的股票就会开始扶摇直上。

股票大打折扣的公司通常容易在消极气氛泛滥的地方找到。人们会认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为坏消息的影响会永远持续。德克萨斯州、科罗拉多州、马塞诸塞州在过去20年都曾经历过经济周期的低潮。有的人离开这些州以寻找工作，但这些地方并没有变成荒漠，经济活动也未就此停止。然而，位于这些地区的公司确实受到了悲观主义的打击。

加利福利亚州最近因为航天工业受联邦政府删减预算的影响，也正经历着类似的阶段。然而因为加州是世界第七大经济体，我敢打赌加州一直都会是加州。所以悲伤和末日的论调占领各大报纸的头版的时候，价值投资者却为加州到处都是被低估价值的银行、公共事业、石油公司和房地产公司而欢欣鼓舞。

找到你需要的信息

最传统的——也是最简单的——找到超值的投资的方法就是随时关注财经新闻，并使用传统的股票信息服务。每天检视《华尔街日报》创新低的股票，定期阅读《巴伦周刊》。有的日报则会在每个星期天发布每周股市价格总结。

当你在读这些财经报道时，你会受到这些繁冗的投资信息的轰炸。根据这些服务做思考的时候，要注意衡量消息的质量、即时性和成本。

专业投资者可能会发现福特投资者服务公司或是道琼斯公司提供的服务物有所值。但这些复杂的、有时专门为客户定制的消息常常价格不菲，甚至比个体投资者每年的全部总收益还多。想知道更多关于网络信息的来源，请翻到第十章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去图书馆

尽管电子资讯琳琅满目，许多投资者仍然习惯到图书馆查阅传统的资讯来源——价值线和标准普尔股票报告。巴菲特就使用价值线，虽然他常常抱怨价值线只提供过去 10 年的资料根本不够用的。据说，巴菲特甚至把过去所有查阅过的资料都复印保存，以便回头查找信息的时候能找到更久远的资料。

除了公司自己的报告之外，价值线和标准普尔也提供极有价值的市场研究分析。投资者可以找到关于股市的平均走势、市盈率等摘要，及其他经过编辑整理的资料。举例来说，价值线在搜索所有市场数据之后，整理出了一份收益率高、现金产出强的公司名单，它们的股价低于账面价格，市盈率低，资本回报率较高。投资者从这份名单中筛选出购买目标，可以节省不少时间。

A 公司对 B 公司

比较同一个行业中的不同公司是很有帮助的。当竞争对手可能表现得比这家公司好的时候，为什么要买这家公司？当百时美施贵宝公司可以有较高回报率的时候，为什么要选择墨克药厂？不过这样比较也有可能让人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



分心。

格雷厄姆提醒投资者，在进行公司和公司之间的比较时，不要在判定A公司究竟适不适合投资之前，就直接决定究竟应该买A公司还是B公司。有可能A公司和B公司都不应该买。也可能两家公司都值得购买。

买进股票只是开始

在后面的几章中，我们会提出其他一系列话题，可以帮助投资者能更好地调整、管理投资组合。一旦你买进某只股票，你就是公司的股东，而且，如格雷厄姆和多德指出的，所有权就会附带一定的责任。你就必须为公司的提案投票，缴纳股息的税赋，监督公司的绩效，决定要卖出股票还是继续持有：



选择普通股是只是一个动作，拥有股票是一个连续的过程。当然，作为股东和即将成为股东需要同样多的关注度和判断力。

结语

格雷厄姆在1947年对纽约金融学院的演讲中，对投资顾问们说了一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段“至理名言”：



> 在合理的价格买进好股票，投资者就不会犯错，或者说不会犯大错。他们犯下严重的错误都是因为买进了糟糕的股票，尤其是由于各种原因而被迫买下的，有时候——事实上，是每当那个时候——他们犯错误是因为买进了好的股票，却埋在了牛市的高点上。

目前我们已经看过这么多教训了，不管在什么时候买进股票，投资者都应该可以避免为某只股票花冤枉钱了。一旦买进股票之后，价值投资者必须以自己的耐心作为美德。一个公司的价值得到承认可能需要好几个月的时间——有时甚至要三五年。“价值投资者的目标不在于短期上涨，快进快出，”查尔斯·布兰帝解释说，“而在于在合适的价位找到卓越的公司，或是在超值价位找到不温不火的公司。”

最后，请记住，没有一个投资者可以百分之百地做出正确选择。就算是沃伦·巴菲特也买过美国航空公司的股票，这家公司从前前景光明，后来江河日下，最后暂停发放优先股股息。（公平地说，美国航空公司在暂停发放股息之前，也连续多年向伯克希尔·哈撒韦公司派发了高额股息。这个投资也不是血本无归。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，请记住

- 寻求安全边际：



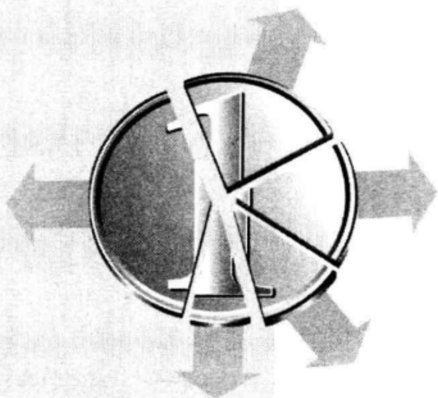
我们通过坚决要求安全边际，或者说价值与股价之间的差额，而获得了保护。潜台词就是，即使后来发现股票没有看起来的那么吸引人，但结果可能仍然是令人满意的。

- 通过衡量公司的历史、关键数字和管理等来寻求品质。
- 小投资者或新进投资者应该避免购买新成立的公司或实质上是新公司的股票，避免在市场上频繁交易，避免购买所谓的增长型股票，尤其是在购买情绪狂热的时候。
- 遵循格雷厄姆和多德的劝告，自己独立思考：



大众购买的股票往往恰恰是有人想要卖给他们的，而努力推销是为了让卖家得利，不是买家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第七章
在每个市场中都茁壮成长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在几乎所有其他行业中，在面对廉价的货品人们都会多买一些；但在股票和债券市场，人们在价格较高时反而买得更多。

——詹姆士·格兰特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1987年10月的大崩盘是所有严谨的投资者的试验田。投资者终于明白了，市场并不会治愈他们先过度追逐然后矫枉过正的这种偏好。市场会一直找寻内在价值，但他们却做得像猎狗追踪猎物一样。他们在线索之中来回狂吠，在每个角落嗅来嗅去。就算最后这只狗找对了方向，这个过程看起来也非常狂躁。

“不管1987年1月1日的股价水平是不是合乎逻辑，我们都知道美国的工业总产值在1987年8月25日累计的增长不到44%。同样的，美国工业的总产值也不可能在10月19日一天就减少23%。”这是威廉·鲁安和理查德·坎尼夫在1987年红杉基金第三季度报告中所写的话。

当某只股票的价值被低估时，它已经时刻准备好逆转了。1995年柯克·科克莱恩和李·艾柯卡提出接管克莱斯勒公司时，该公司的真正价值是一夜之间从每股39美元冲上每股55美元的吗？恐怕不是这样的。但是按照大部分分析师的标准来看，克莱斯勒公司当时的市盈率是4，它的价值确实被低估到了39美元。接管的投标提醒了投资者克莱斯勒当时的情况，于是将近四个月后在1995年9月初，克莱斯勒股票的交易价位仍然维持在55美元上下，虽然那时的市盈率只有8。

这就是格雷厄姆称为“市场先生”的一些人的没头没脑的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



市场先生

市场先生是个情绪化的怪人！他头发乱蓬蓬的。他的指甲让牙齿啃得精光。他的手指总是不停地敲打桌面。他总是从一个危机冲向另一个危机，而且如果他不得不在哪里呆上一会儿，他的膝盖会情不自禁地抽动。他怎么可能在华尔街找到工作呢？他就是华尔街！

格雷厄姆告诉他的学生，把市场先生想成一个思维混乱又善变的商业伙伴。沃伦·巴菲特这样描绘市场先生的办事风格：“即使你们两人之间的生意有很稳固的经济属性作为基础”，巴菲特写道，“市场先生的报价和还价却从不考虑这些。所以很遗憾地说，这个倒霉孩子有严重的情绪问题。”

市场先生有强迫症。他会每天出现，对你所拥有的股权开价。如果你故意忽视他，他既不会懊恼也不会作罢。他第二天还是会照样出现，以及第二天的第二天。

令人发疯崩溃的是，市场先生有时候会变得心情大好。在这段时间里，他只看得见蔚蓝的天空和不断爬升的利润。在这些时候，他会冲进你的办公室，以不切实际的高价来买你手中的股权。而只要有一点的坏消息，市场先生的心情就会跌入谷底。这时候他的开价就会变得出奇的低。

但不要介意他的情绪波动。“市场先生是为你提供服务，而不是为你指引方向的。”巴菲特解释说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一个投资者，如果他提出的价钱符合你的需求，你可以接受他的提议。如果他的价钱不合理，你尽可以忽视他。如果你占他便宜，市场先生从来不会记仇。虽然他就是这么疯狂，但是市场先生是一个很痛快的商业伙伴。

说价值投资者不“投机”，并不是说市场周期不存在了，也不是说市场周期对于投资来说没有重要的作用。投资者只需长时间检视道琼斯工业平均指数——10 年、20 年或更久——看看整体股价是否有像波浪一样的潮来潮去。价值投资者意识到她们不可能预测出市场指标会变得多低或多高，或者市场反弹什么时候会开始。格雷厄姆也承认说，市场的兴衰起伏是成功投资的关键部分之一。

合适的价位上的合适的股票



投资者的主要兴趣在于在适合的价位买进并持有适合的股票。从实际操作的层面来看，市场的运动对于投资者来说是很重要的，因为市场变动会交替带来低价格水平（这时明智的投资者就会买进）或高价格水平（这时投资者就应该抑制买进，甚至可能明智地卖出股票）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，市场变动总是在事发之后才显而易见。根据《证券分析》中的说法，就算是在即将或是马上就要发生的事情，也是不可能预测到的：



> 从某种程度上来说，市场和未来展现出了同样程度的复杂性。两者都不可能被分析师预测或控制，而分析师要取得成功却必须深深地依赖这两个东西。

对市场保持尊重

虽然择时买卖，试图抓住市场的高低点被证明常常颗粒无收，但是价值投资者和市场时机选择者都相信两个假设：

- 市场经常背离它真正的价值。
- 市场有自我纠错的趋势。

另外，市场时机选择者和价值投资者都在直觉上、实证上明白市场变动和基础价值是相关的。以某种方式，公司的股价终究会上升（或是下挫），回到它应该有的真正价值。环境的改变、新消息的出现，或是投资者对现状的顿悟，就像月亮影响潮汐一样，带动着市场变动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

山峰、草地和山谷

市场短期变动趋势难以预测的原因在于，当画出走势图的时候，大盘的图形并不像富士山一样——平稳上升到最高，然后一片让人舒坦的平地，好让投资者有机会看看风景，拿到该拿的利润，然后慢慢下山。市场的走势其实更像内华达的山地——崎岖蜿蜒，上上下下，一山更比一山高，直到你到达惠特尼山顶的最高峰。市场和山地的相似之处还有另外一点。从顶峰上滚下来总比爬上去要更快更吓人。然而，市场和山地也有不同的地方，人们参与进来，金融市场才被创造出来。

市场分析

投资者不断收到市场分析的狂轰滥炸，所有的分析都可以归成两种类型：

- 第一种方法是回顾。它用过去的市场行为组成“图表分析”。
- 第二种方法是前瞻。它预测可能会影响公司盈利或投资者态度的因素，如利率变化、行业周期、经济和政治环境等。

格雷厄姆和多德指出，上面两种方法都是不科学的。经济、市场的走势，或是个人的因素在过去的总体表现，都不能保证未来市场的表现。而前瞻法则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



涉及太多尚未明了的变量——对其中任何一个变量的预测都可能是错误的。

图表分析是从查尔斯・H・道（道・琼斯指数就是根据他而命名的）的研究和著作中发展而来的，查尔斯・道是19世纪末至20世纪初期一位专门报道华尔街动态的令人尊敬的投资专栏记者。格雷厄姆对查尔斯・道的理论可没有什么耐心。他认为，他们的风险高得不合常理。依据市场的变动来买卖似乎在短期内更加容易，也更可能产生利润，但是这些交易者要累积长期的利润，把钱真正地装进自己的口袋可能就困难得多了：



在市场分析中从来就没有安全边际；你要么就是对的，要么就是错的；如果你错了，你就会赔钱。

虽然格雷厄姆对于查尔斯・道的追随者在道逝世之后又发展出来的理论不以为然，他本人却十分敬重查尔斯・道的学说。格雷厄姆和查尔斯・道他们两人都认为，股市里虽然风险不断但还是有钱可赚，只要投资者把他们的理性摆在首位。

格雷厄姆与查尔斯・道

本杰明・格雷厄姆常常指责使用查尔斯・道的理论是一种市场时机选择的方法，它依靠特殊市场配置方式来发出买进或卖出的信号。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查尔斯·道的理论实践者认为，当一个平均指数得到另一个平均指数呼应的时候，就表示这些信号是确定的。

尽管这个办法曾经在过去的市场变动中成功地得到了印证，但格雷厄姆认为长期来看并不是每次都会管用。举例来看，格雷厄姆自己的研究就显示，1938 年到 1968 年的 30 年之间，光是简单地根据道琼斯工业股票平均指数来判断买进和持有股票，也明显要比追随查尔斯道理论的投资者们获得更好的绩效。

查尔斯·道除了沉迷于市场变动之外，他和格雷厄姆其实有许多共同点。他们都相信内在价值的变动是市场的驱动力。“了解价值就等于理解了市场变动的意义。”查尔斯·道这样写道。

查尔斯·道本人是来自康涅狄格州的生性沉默寡言的美国佬，是《华尔街日报》的创办人，并且也是《华尔街日报》历史上的第一位编辑。比起在《华尔街日报》担任编辑和股市专栏作家的短暂时期——查尔斯·道于 1889 年创办该报，于 1902 年去世——他对于投资的思想产生的影响更为深远。

查尔斯·道个人的著作包含了许多的警世良言，就算是他去世之后由他的追随者们辛苦发展起来的投资体系也要几乎要被他本人否定。查尔斯·道坚持认为，股价由公司的价值决定，而公司的价值又取决于公司盈利。虽然他认为没有哪一个图表可以预言出公司未来的前景，但他相信，精明的“投机者”一定可以在按照市场起伏的频率来相应地买进卖出中得到好处。

查尔斯·道指出，证券市场和自然界的万事万物一样，其行为都是有规律可循的。他观察到，股票市场表现出了节奏中的节奏。市场每天都会有波动。这些日常波动以平均 30 到 40 天为一个周期长期振

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



荡。这样30到40天的潮涨潮落可以归入到以4到6年为一个周期的牛市或熊市的趋势中。

"没有比这个更确定的了，股票市场有3个清清楚楚的运动，它们相互融合。"查尔斯·道这样写道。在这个架构下，个股可以有它自己的周期，有时和市场同步运行，有时则不会。但是不管是个股或是股市，它们的未来都无法从图表中预见。

"在和股市打交道的时候，一直要等到股市的高点或低点出现过一段时间之后，我们才能判定股市是否已经到达顶峰或是到达谷底。"查尔斯·道在1902年的一篇专栏中写道，"有时人们能猜得出股价是否已经到达最高或最低，但这些猜测其本质来说是没有什么价值的，就像在华尔街有一个格言，只有最傻的投机者才会幻想在最低点买进、在最高点卖出。有经验的投机者知道没有人能保证每次都做到。"

所以，总的来说格雷厄姆和查尔斯·道也并不是两个世界的人。

择时与择价

既然市场周期显然存在，明智的价值投资者当然应该加以利用。格雷厄姆认为利用市场波动有两个可能的方法：

- 择时
- 择价

研究结果也倾向于支持格雷厄姆的看法，掌握进出场时机，或者说是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测未来市场走势的方法简单但不总是有效。1995 年有一项调查表明，靠研究市场时机的刊物推荐的投资方法中 75% 的结果都不如以标准普尔 500 指数为基础的买进后长期持有的战略。如果某个刊物连续两年来都打败了市场，那么它第 3 年继续成功的几率则不到 50%。

既然把握时机可以说是不可能的任务，格雷厄姆建议投资者采取择价的方法。根据价格来买进卖出，投资者不需要预测牛市或熊市，而只需要根据事实。在她知道价格已经下挫且股票的价值被低估的时候投资者就买进。而在牛市将股票或债券的价格推到了其内在价值以上的时候，投资者卖出。

只要能在市场高点时卖出价值被低估的股票，把这些钱转换为现金，投资者就可以拿这些资金在股市跌入谷底的时候买进超值的股票。虽然市场波动不容易预测也不可能连续预测，但是在它们出现的时候还是可以大加利用的。

相信牛市

当市场快速攀升时，价值投资者必然是和一般投资大众反其道而行之的。格雷厄姆的儿子，同时也是《证券分析》和《聪明的投资者》这两本书著作权的拥有者，说在市场行情大好的时候他父亲的著作是最难卖的。行情好的时候，几乎所有投资者都认为，他们有本事挑选会赚钱的股票。在极速飙升的市场中，价值股票的走势往往显得沉闷乏味，而更多投机性股票向前狂奔屡创股市新高。但是，当市场开始向下修正时，情况就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



大不一样了。稳定性高的价值股票就像值得信赖的朋友，而格雷厄姆的著作也就此开始跟着畅销起来。

大部分的牛市都有一目了然的特征。这些特征包括：

- 价格水平创下历史新高。
- 市盈率很高。
- 股息收益率和债券的收益率比起来偏低（或者相对于该股票过去的股息收益率水平偏低）。
- 投资者受到诱惑开始借钱买进吸引他们的高价股票，也就是过度地使用了杠杆。
- 新股发行蜂拥而至，特别是有许多品质有问题的新股首次公开发售（IPO）。牛市也是许多投资银行和股票宣传所称的“机会之窗”。由于首次公开发售经常在华尔街财大气粗的时候出现，老练的投资者因此开玩笑说 IPO 就是“这只股票可能在漫天要价（it's probably overpriced）”的意思。

在过山车的顶端暂停

当股市处于顶峰的时候，价值投资者只有一个策略——耐心等待。投资者可以从以下二个选项中选一个来做，两种方法都需要强壮的神经。

- 卖掉投资组合的所有股票，拿到利润，然后等着市场下跌。到那个时候，许多好的价值会显现出来。这种方法看似简单，但卖掉上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的股票让许多投资者痛苦不堪。

- 继续持有那些投资组合中你认为有长期投资潜力的股票。卖掉那些明显价值被高估的股票，然后等待市场下跌。这个时候，比起活力十足的增长型股票，价值股票会以较慢的速度慢慢爬升，但并非总是如此。

但是市场修正终将到来，不管是从天而降还是姗姗而来，精挑细选过的价值股票总有较大机会可以保值。

一位价值投资者的投资组合可以让大家看看市场从悬崖上摔下时会发生什么。1987 年 9 月初，沃尔特·施洛斯的投资组合上涨 53%。在道·琼斯工业指数到达 2722.42 点的历史高点时，整体股市上涨达 42%。然后在 10 月份市场开始从顶峰跌落，并且道琼斯指数单日跌幅达 504 点。虽然市场挣扎着略有回升，施洛斯的投资组合 1987 年底以 26% 的获利率收场，但整体股市却只增长了 5%。施洛斯遵循的是投资的第一法则之一——不要赔钱。赔钱之后再赚回来的过程对计算长期投资回报率是很不利的。

施洛斯是一位经验丰富的投资者，并不是每一位价值投资者在欣欣向荣的市场都可以做得这么好。这需要练习。“如果允许我随便猜一下，我觉得（价值投资者）长期看来应该可以超越股市 20%——虽然在牛市最激进的那段时期他们没能做到——要是他们能坚定地遵守这个方法就好了。”作家约翰·特雷恩这样说道。

至于热门股票，当它们遭受沉重打击时，投资者们就走到穷途末路了。如果这时候把股票卖了，损失的钱就永远不回来了。如果投资者紧紧抓住已经下挫的股票不放，在股价回到买进价格的过程中，投资的整体回报率被深深地消耗在这个过程中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



和熊市交朋友

当市场向下修正快速来临时，有些问题总是会被再一次提出来：这是不是1929年的历史重演？证券经纪人会不会跳楼自杀？这是不是又一个大萧条的开始？格雷厄姆当然知道这些经历。虽然他意识到1929年时的股市站在危险的高处，但他仍然小心翼翼地选股，而且给他的账户周围筑好了篱笆。他相信他已经保护好了投资组合，但实际上却无法完全执行所有的避险措施，而且又过度使用了保证金杠杆。他的账户在大崩盘中损失惨重。尽管如此，他仍然不懈努力，重新建立投资组合，很快挽回了损失，并且向全世界打响了继续买进的时机已经来临的第一枪。

低谷的超值股票

1932年的时候格雷厄姆正好38岁，他已经赚到过、也亏损过好几百万美元。为了熬过大萧条时期，他在好几所大学教课、充当证券诉讼案件的专家证人、当财经出版物的自由撰稿人，还和他的合伙人杰罗姆·纽曼购买并清算了几家倒闭的公司。

1942年6月，《福布斯》开辟了第一个投资系列专栏，由格雷厄姆写了这个专栏的第一篇文章，文章提醒投资者市场上已经有许多公司的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以低于公司价值中真正具有的现金价值的价格在市场上交易。这个系列专栏的标题就叫做“美国公司是否死了比活着更值钱?”

格雷厄姆指出，在纽约证券交易所上市的股票中，大约有30%的公司交易价格低于公司的净营运资本，有些甚至低于现金资产的价值。换句话说，如果投资者买下这家公司所有的股票，然后卖掉这家公司所有的资产，他就可以马上获得丰厚的利润。这个系列的文章后来广为流传。同时也让垂头丧气的投资者重新回到股票市场，并激发了股市长期持久的复苏。

格雷厄姆的智慧在1974年再度鼓舞了投资者。他在投资管理研究协会（AIMR）的前身，（他本人协助建立的）特许财务分析师协会的年会中发表演说。在题为“价值的文艺复兴”的演讲中，格雷厄姆再一次强调，股票现在是对其内在价值大打折扣。“股票的这种‘跳楼价’还会持续多久?”他问。格雷厄姆以此鼓励投资经理人在股价如此低的时候，尽量多买超值股票。当时，道琼斯工业指数已经跌到了600点。

格雷厄姆再一次按响了闹铃，把市场引向了复苏。1976年，道琼斯工业指数上涨到了900的高点。

低谷的信号

市场周期理论中低谷——或者说是无限接近的低谷——要比市场高峰、或是接近高峰更容易判断到。低谷的证明可以从企业的资产负债表、损益表、市盈率、股息收益率以及其他定量手段发现。市场整体的状况也



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样会在这些数字中反映出来。定量因素自己会说话。

举例来说，道琼斯工业指数的股息收益率通常在某个区间内循环，市场低谷时股息收益率为6%，市场在顶峰时股息收益率为3%。道琼斯工业指数的平均股息收益率有时会超出这些范围，但从历史上看，这个指标通常在判断价值被高估或低估时很有用处。

买进时机

当市场到达低点，真正的价值投资者就会感受到收割季节来临了。“对于价值投资者来说，最有利可图的时机，也就是市场下跌的时候。”投资经理人塞斯·卡拉曼说。有一大帮公司成熟了等着你去采摘。1973年夏天，股市总市值刚刚下滑了20%还不到两个月，沃伦·巴菲特就告诉他的一个朋友，“你知道吧，有几天我一起床就想跳一段踢踏舞。”

不幸的是，这时候一般的投资者只会觉得他们被市场击垮了。害怕和消极的想法盛行于世，任何被熊市打得抬不起头的人，都会理解这种恐惧会让人多么的无力。然而，在熊市的最低谷，应该买得起多少股票就买多少。“有价值的超值股票不是到强势的市场里去找的”，基金经理人查尔斯·布兰帝写道，“有个好方法就是检查那些已经下跌超过一年的股市。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你绝对必须来赌马

虽然格雷厄姆并不建议投资者这样做，但他也说过在市场时机选择和价值投资的法则之间有一条中间道路。这个方法原本是由和格雷厄姆一起、本身也是理财服务和投资顾问的罗杰·巴布森所提出的。然而格雷厄姆指出，这个方法要求人们有足够的毅力，并且会让投资者避开大片大片的繁荣的市场。听起来似乎很简单。然而，对于那些知道遵循这个原则有多难的人，这个策略可以消除随市场运动频繁交易所带来的风险。

以下是它的运作方法：

1. 列一份分散投资的普通股的名单。（投资者甚至可以通过购买道琼斯工业平均指数的股票，组成一个指数基金，或者如果有能力的话，找出道琼斯工业平均指数中哪些股票的价值是被低估的，然后只要买进这几支就可以了）。
2. 决定每只股票的正常价格（选择任意一个看来合适的收益倍数，使用过去 7 到 10 年的平均收益来计算）。
3. 买进那些正在打特价的股票——比如，折扣率在投资者认为正常价格的 1/3。在目标价格买进的替代方法，就是当价格下降的时候投资者就开始买进，以正常价格的 80% 为开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方开的期货都比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



4. 在股价超过正常价格时卖出股票——比如说，高出目标价格 20% 到 50% 的时候。	这样，投资者就可以在在市场下跌时买进，在市场上升时卖出了。

价值被低估的股票常常会冬眠几个月——有可能是很多个几个月——才会结束。想要参与并掌握这些反弹的机会，唯一的方法就是弄清价值被低估的状况，然后站好位置，等待，就像格雷厄姆说的：



买进一支被人忽略，因而价值被低估的股票来盈利，一般来说这会是一个持久的、考验耐心的过程。

结语

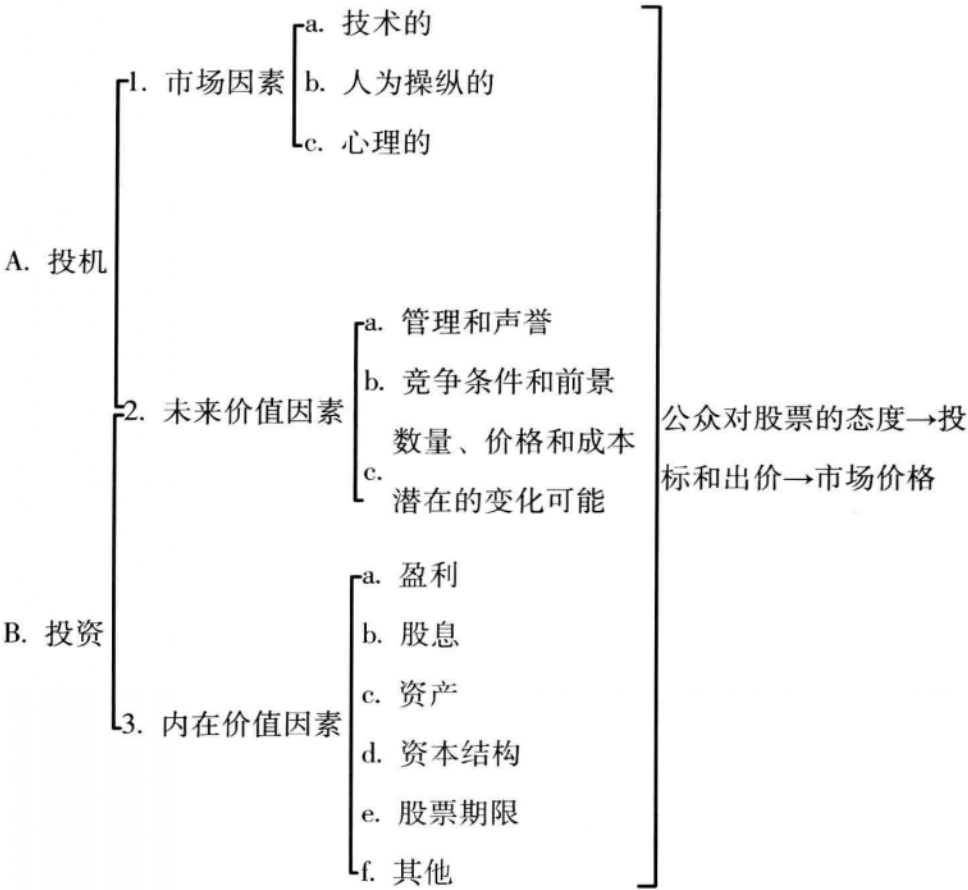
对于价值投资者来说，了解市场的本质和趋势是个关键。镇定的神经，是唯一的防御措施，能够抵挡市场上升时的兴奋，和市场向下修正时的压抑。如果没有打过预防针，市场先生的情绪是会蔓延到你的身边的：



市场并不是一个称重机，它不会根据每只股票自身的特殊品质，把每只股票的价值都按照一个精确而又客观的机制记录下来。事实上，市场更像一部投票机，很多很多的人写下自己的选择，而结果不过是人们理性和感性参半的产物。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内在价值因素和市场价值的关系图



来源：《证券分析》（纽约：麦克劳希尔出版公司，1940 年），27 页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，请记住

- 理解市场行为的原因。“股票能够进行买卖是很重要的，但股票的让人满意的价格更为重要。”格雷厄姆这样说过。
- 就因为股票看起来便宜或昂贵并不代表它就该买进或卖出。“价值和价格相关联，但不是只和价格相关联，还和你的投资决策有关。”卡拉曼这样建议投资者。
- 虽然投资者不能预测市场环境，但是他们仍然可以在他们认准的时机占尽市场的便宜。
- 忘掉所谓的大势行情，股市只不过是交易股票的市场。任何一只股票都可以都跳出市场大势的五行之外，在自己认为合适的时间买进或卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第八章
风险管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们偶尔会被真相给绊倒，但大多数人会自己爬起来后继续往前冲，就仿佛什么事也没发生过似的。

——温斯顿·丘吉尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当投资的机会出现，大多数人问的第一个问题都是，“我能赚多少钱?”其实他们应该问的第一个问题是，“我赔钱的概率有多大——这里面有什么风险没有?”对这个问题如果能给出一个让人接受的答案的话，赚钱——或者保本的几率就相当的大了。

为什么股票经纪人喜欢统计学

你在霓虹灯公司投资 100 美元。在一年的时间里股票的价格翻了一番，也就是说增长率达 100%。突然间，惰性气体的价格涨上了天，你的股票立马从 200 美元掉到了 100 美元。你跟你的经纪人抱怨，他却觉得你好笑。“我不知道你有什么不满意的？你的收入增长了 100%，而你的下滑只有 50%。”

“我们应该时刻牢记，下跌 50% 足以冲抵之前 100% 的上涨。”本杰明·格雷厄姆这样指出。

风险是可以有效管理的。这样的说法很久以前就开始流传了。事实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上，20 世纪 20 年代的时候，本杰明·格雷厄姆发展出了一些标准的防御技巧，直到今天都依然适用。然而，近年来，风险管理有了新的转折。

有效市场不是……

风险管理在过去几十年的发展中变成了一个大行业，这全是托了有效市场假说（EMH）被广泛接受的福。有效市场假说声称股票在市场交易过程中是如此有效地被定价，因此一个投资者不会比另一个投资者占多大的便宜。这个理论的缔造者认为，股票总是真实反映它们未来的价值的，因为投资者大都以同样快的速度获取着同样多的情报。只有那些愿意冒着更高风险的投资者可以创造比平均利润更高的利润。

有效市场假说在期货和期权市场上引起了轩然大波，也发展出了像投资组合保险和指数套利这样的新版块。这些小工具都是投资经理人用来把风险控制到最小、努力提高投资组合的回报率时所需要用到的。自相矛盾的是，恰好是投资组合保险和指数套利联手加速了 1987 年的大崩盘，把这两个花哨的大噱头拆掉之后，毫无疑问地，市场又健康复苏了。衍生工具，即另外一种风险管理的工具，成为了把盛世帝国拉下水的千古罪人。

有效市场假说（EMH）走了，但人们记忆犹新

最近的一些研究，加上像 1987 年大崩盘这样的经验，导致了大多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论家对有效市场假说的唾弃，并抛弃了由有效市场假说产生出来的衡量市场反复无常的工具——“贝塔”。

有效市场假说的消亡强化了另一个旧的想法。“颠扑不破的道理其实很简单：股市上的成功没有固定的数学公式可循。这里只有价值，和追寻价值的人。在这里你要有寻找股票的能力，找到那些不管什么原因，价格低于它的潜在基础条件和潜在的盈利能力的股票——你还要有勇气在找到它们的时候敢于大胆出手。”投资作家大卫·卓曼这样说过。

尽管有这么多证据证明有效市场假说的无用，但很多投资专家仍然奉行假说的信念。“有效市场假说的追随者中，有一部分人情愿死在股市里，也不愿意放弃他们的信仰。”卓曼这样总结道。

贝塔因子

今天的投资分析师常常从波动性来衡量（股票相关的）风险，并把贝塔作为他们的衡量工具。贝塔是股票价格运动相对于整体市场的协方差。了解并衡量贝塔，投资者可以降低从有效市场假说发展而来的投资风险。虽然最近有大量的研究显示波动性和风险是不相关的——就算它们相关，利用这个知识产生的成本和它节省下来的成本几乎一样——许多股票评级服务仍然会做出贝塔测量的结果，很多投资者也喜欢看到贝塔有一个较低的数字。在贝塔证明能揭穿真相之前，价值投资者在挑选股票时总是忽略它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



动荡不会让战斗危险

贝塔和价值投资者关系不大，是因为贝塔是基于短期股票价格变动的。价值投资者忽视市场波动，把它直接归入内在价值中。内在价值不会每天、每小时都放大和缩小，而价格就会这样。市场活动只是给了价值投资者选择买进或卖出价格的机会。

卓曼在《福布斯》里发表了一篇文章，解释说当 1990 年末的时候他向投资大众推荐银行和其他金融类的股票完全就是刻意追求冒险。“这些股票是你见过的最反复无常的了”，卓曼写道，“虽然这些股票已经经历过了严重下跌，并且在我推荐之后，它们继续跌了 10% 到 15% 之后才重新扭转势头，但是在接下来的 12 个月里翻了一倍。最为反复无常的股票中，有一部分的表现更加出色。比如，PNC 和弗雷德马克在接下来不到几年的时间内增长达到 500% 。”

卓曼认为，这些股票的风险并没有超额，虽然它们的确反复无常。虽然当时市场没有认可它们的价值，但是它们确实是好买卖。

让人尖叫的廉价股

“不要在媒体预测即将崩盘的时候放弃股票。无论从何种标准来看，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买这些股票都像是在偷走市场中的钱，除了（有效市场假说）的标准……如果你自己买股票，忘掉那些被广泛使用的风险衡量工具，比如贝塔。波动性本身无非就是一个股市的风险测量手段，而它在制定公司资本使用决策，或是在公司买进还是卖出的决策中也是一样。”卓曼说道。

有这样想法的人不止卓曼一个人。“风险，对于价值投资者来说，是公司内在价值的不利变化”，查尔斯·布兰帝指出，“那时正确的想法就是把注意力放在公司身上，而不是股价上。”

要回顾有哪些因素指示了股票的风险的级别高或低，请参考第六章里面提到的格雷厄姆的价值被低估的股票的10个特征。标准6到标准10就是风险的指标。

基金经理人的告白

拉布拉多合伙投资基金的经理人——史蒂芬·法利，在1995年检视了他自己的投资组合，认为他如果没有使用传统的对冲策略的话，他的投资回报率应该更高一些。这些对冲策略包括，比如根据市场当前是熊市抑或牛市来购买“买入期权”及“卖出期权”。

如果他没有对冲措施，法利计算出他的投资组合的波动性会更高，但是他的平均投资回报率也会更高。他的基金在1990年到1995年之间获得了13.7%的综合平均收益率，当时的标准普尔500指数也不过才实现8.7%的收益率。除去买入期权和卖出期权的成本，他的投资回报率将达到16.6%——几乎是标准普尔的两倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



在加入价值投资者的阵营中后，法利发现，“波动性不等于风险。如果我们没有采取对冲措施，我们可能会得到更加反复无常的投资结果”，但是会是好结果。另外，正如彼得·林奇指出的，对冲措施是很花钱的。“你每年都会花费整个投资资本的5%到10%来保证你免于受到5%到10%的市值下滑。”在大多数情况下，这些技术花掉的钱往往比个人投资者从中得到的益处还要多。

私人基金经理人和个人投资者应该重新思考他们的行为，个人投资者最应该放弃对冲措施。对于典型的投资者来说，需要的东西其实不多，只要在买股票的时候考虑插入一个安全边际，用价格合理的股票将投资组合分散化，以代表不同行业。这样就已经足够了。

然而，投资经理人带着他们对养老基金和其他大众筹款的受托责任，可能会非常明智地选择继续使用对冲措施，以抵御偏离正轨的市场行为和价格的急速下降所带来的风险。因为他们随时可能会接到电话要他们把基金还给投资者，所以他们的情况要求有更高的流动性和最高的警觉性。

对于这样的情况，格雷厄姆和多德给出了一个明智的建议。他们说，对冲是投资的正常概念的延伸。他需要知识、技巧和律己。

➲ 期货、期权和衍生工具

正如前文中提到的，通过对风险加以足够的控制来实现更高投资回报率的渴望，导致期货市场的火暴扩张。难得一见的、神神秘秘的衍生工具和其他阴谋阳略都被用来作为对冲工具，让在美国加利福尼亚州橘子县和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他地方的纳税人黯然神伤。

在为《金融分析师杂志》撰稿的一篇文章中，彼得·L·伯恩斯坦指出，“在这样一个变化莫测、让人无法理解的世界里，风险似乎没有象大多数投资者愿意相信的那样在衡量工具面前就乖乖低头了。”他说，这就是为什么我们看到一些旧的风险防御措施失效了。“人们开始需求天方夜谭式的风险管理工具，这种需求甚至越来越强烈。这其中，有的让我害怕。我怕到最后市场的风险不降反升。”

一些为数不多的有着敏锐洞察力的投资者早早地就预测到了衍生工具会产生的问题。“沃伦·巴菲特认为股票期货和期权应该被立法禁止，这一点我和他看法一致。”彼得·林奇这样说道。

巴菲特这样解释自己的观点：“衍生工具交易只是两个人之间的一张小纸片，在小纸片期满之后会造成两个人中的某一位痛不欲生——他得给另外那个人开一张支票。还是请确定一下那个人愿意而且也有能力开出这张支票吧。”巴菲特曾经建议，处理衍生工具的最好办法，就是要求每一个执行总裁在公司的年度报告中确认，他真正清楚地了解公司持有每一个衍生工具的合同。

风险与报酬

投资者一而再再而三地被告知投资的风险越高，获得的报酬越高，机会是对等的。有时候，风险换取报酬的权衡是可以仔细计算出来的。举例来说，风险投资基金就会艺术地调整他们的投资结构，以控制风险状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于传统投资者来说，格雷厄姆认为最大的风险是缺乏足够的时间、正确的态度和准确的资讯来做投资决策。这些条件全都满足了也不足以消除风险，但是可以有效地降低风险：



究其本质，投资并不是标准的科学。然而，像法律与医学也都是一样的，个人的技术（技巧）和机会都是决定成败的重要因素。尽管如此，在这些专业中，分析不只是有用而且是不可或缺的，所以这个道理在投资的领域，甚至是投机领域中也应该是一样的。

为什么赌场老板不讨论统计学

有些人生性怨天尤人，往往因为某次投资失利，就把投资与赌博混为一谈。这两者当然不一样，但是投资、投机和赌博这三个单词可以放在风险这一把尺子上衡量。投资应该摆在尺子的最下面，因为它需要最大程度的知识和分析，风险也最小。投机排在投资的上面。投机者在投机决策中虽然用到了某种程度的知识与专业技能，但他们也在很大程度上明白机遇在其中的重要性。投机者接受比平均水平更高的亏损可能性。另一方面，赌博则是完全取决于最后出来的随机结果。

赌徒依靠的是几率，虽然几率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并没有偏向他们，除非是他们自己经营赌场。

几率用来计算让人欣喜的机会与让人反感的机会谁更有优势。这些机会可以用数学方式来表达。如果把一个铜板抛到空中，落地时人头朝上与人头朝下的几率相等。

如果再加上骰子就更加复杂了。如果你赌单颗骰子的数字是6，有1/6的机会6会朝上。另外5/6的可能，其他五个数字会朝上。那么下注数字6朝上出现的几率就是1/6。

有时赌徒相信"平均法则"终究会出现，机会转向他们想要的那一面。但虽然名字叫这个，但平均法则事实上并不是什么法则。它只是说什么可能会出现——而不是什么一定会出现。

相同地，赌徒有时会因为奉行"时机成熟主义"而陷入全盘皆输的局面。这是一种信念，认为某件事情（宾果卡上的数字或骰子的点数组合）一直没有出现，它们就会很快会出现。这些赌徒没有意识到的是，每一次的牌局，都是独立事件，和其之前或之后出现的结果并不相干。"几率"只能用于扔硬币、掷骰子或转轮盘。结果是不会累计的。

宾果球不会记得B－3很久没有出现了，骰子也不会记得刚刚掷出了一个2。这也是股票与骰子共有的一个特性。沃伦·巴菲特在告诫投资者不要对所持的股票情绪化时，解释说股票不会报答你对它的忠诚，股票不知道它的主人是谁。

然而去拉斯维加斯输了钱的赌徒不必太过沮丧。他们可以把在他们输的钱想像成一种税收，他们吃了便宜的自助餐、住了壮观梦幻的酒店、看过火山喷泉，同时畅游了浮华的翡翠城以实现每个赌徒心中的童真。赌徒们纳的税也为成千上万的人提供了工作机会，也给几十个人带来了不可思议的财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对投机的回访

虽然实际上每种投资都伴随着一定程度的风险，但就定义上来说，投机的风险可能更大。本书向大家展现了许多不同形式的投机。格雷厄姆最严厉的金科玉律是，任何基于对市场运动预测的购买行为，或是带着想要在比正常商业周期（3 到 5 年）更短的时间内的获利的想法来预测或购买的行为，就是投机。

塞斯·卡拉曼在他的著作《安全边际》中把所有的资产和证券分成了两类——投资和投机。这两大类在性质上表面上看似相同，但却有一个关键性的差异："投资是抛开现金换来所有者的利益；投机不是。"

卡拉曼的定义里将收藏品，诸如艺术品、家具、棒球交换卡等排除在了投资之外。因为这些收藏品产生回报只能依靠物品的价格本身未来的增值。相反的，股票价值的增加是基于公司盈利的增加。如果股价的上升是因为预期获利的增加，而实际上获利并没有增加，则上升的股价是不可能持久的。

卡拉曼说黄金可以是一个例外，因为黄金被看作是保值的商品。格雷厄姆会把黄金归类为投机，因为他认为黄金已经不再具有保值的功能了。最多是一种独特的贵金属。不管投资者是同意卡拉曼还是格雷厄姆的说法，他们仍然可以选择投资金矿公司的股票。金矿其实是符合价值投资者的选股标准的，因为它们有能力产生利润，也可以从黄金本身获利。

在与黄金相关的股票上投资唯一的问题是，大多数人对于黄金通常都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带有根深蒂固的感性认识，很难做到客观地投资。而黄金相关商品也是几百年来最容易牵涉造假、人为操控的投资工具。

价值投资者的目标应该将投资决策立足于事实，而不是个人的意愿。如果说风险还有一个协变量的话，那就是信息。投资者所拥有的信息越可靠，所面临的风险也越小。

猜到还是知道



分析的价值会随着其中偶然性因素的增加而减少。

格雷厄姆曾说，有这样一种东西叫做信息化投机。在投机的过程当中，投机者把分析当成一种附属工具或辅助工具，而不是投机的主要依据。加入分析的投机可能会增加盈利的机会，但不能保证成功。格雷厄姆承认，投机者当然会有风光的时候，但他们同时也承担了一旦失败就必须出局的沉重打击。

“我的导师格雷厄姆过去常常说，‘投机既不犯法、也不有违道德，但也不会让你长胖（经济上的）’。”巴菲特这样指出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总有新事物

最让投资者感兴趣的是，每几年就会有因为投机、过度风险承担而造成的金融丑闻。储贷银行风暴波及德克萨斯州、加利福利亚州以及其他几个州的高杠杆房地产交易，还有10年前科罗拉多州的矿物燃料行业的危机与高杠杆商业房地产交易之间的关联也是一样的。人们为大幅获利而疯狂，一窝蜂地加入行列。“就像战争一样，投机是一种社会活动。它总是带领大拨人一起行动。”詹姆斯·格兰特评论到。

有时新闻故事简直就像重播一出老掉牙的肥皂剧。举例来说，金字塔控股结构起源于20世纪20年代和30年代的时候的公用事业公司，最后拖垮了好几家大型公司。庞氏骗局的名称源自于100年前的一个幕后造假者，但庞氏骗局的模式却持续地拉投资者下水。格雷厄姆和多德评论道：



金融界的记忆力出了名的短，这真令人沮丧。

不想参与这些戏剧性故事的投资者应该保护自己免于承受风险损失，通过：

- 避免涉及自己不了解的产品、模式或投资工具
- 放过高风险的股票和债券
- 避免使用过高的杠杆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

垃圾股和垃圾债券

在把焦点放在某只股票的资产负债表、损益表以及其他可量化因素上的时候，投资者应该在大多数情况下避开任何种类的垃圾股，不管它的盈利率有多高。但是格雷厄姆也说，如果价格足够低，一些品质一般的股票也是有价值的好买卖。这就好像在附近的破烂街道上买房子。它可能不是最理想的买卖，但价格便宜到一定份上，它就是超值的。它可以让你有固定的房租收入，或者简单装修后卖出再赚它一笔。要判断一个有瑕疵的投资标的究竟有没有足够的潜力、何时应该买进，这需要相关的知识与经验。关于这方面的投资，我们将在第九章进一步讨论。

杠杆

当市场在正常基础上屡创新高时，很容易就忘记了这个赛车的马达可能突然爆缸。对于那些已经过度举债的人，这会是一次痛苦的经验。在1929年大崩盘时，格雷厄姆也正是因为这个原因而陷入了麻烦。

在大崩盘之前几个月，格雷厄姆就警觉到1929年的市场已经过热，但他认为自己的选股策略足够明智。他已经事先对很多头寸做了对冲。但是他同时也过度使用了保证金交易，这是一个代价昂贵，再也不敢重蹈覆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辙的错误。格雷厄姆和他的合伙人杰罗姆·纽曼工作了整整5年（不计酬劳），才让他们的投资扭亏为盈。他们的客户在之后30、40、50年代稳步攀升的牛市中站稳了脚跟。

当收到追加保证金通知

尽管在大崩盘时有不愉快的经验，格雷厄姆对于杠杆并没有教条化。他知道对于个人投资者融资构建投资组合，或是公司融资扩张，采取杠杆操作有其短处，也有其长处：



很明显杠杆天生就是投机者的代理人，放大了获利与损失的可能。

在购买股票的时候使用保证金交易并不会使投资失去价值，但是格雷厄姆不鼓励小投资者使用保证金。投资者首先要确定的是，一旦需要追加保证金的时候，能有办法应对。更重要的是，追加保证金绝对不能危及投资组合的其余部分。

市场上对于过度使用保证金交易有一些预防保护措施。对于可以使用保证金购买的股票有极严格的限制，而对于保证金账户中应该有多少现金或证券也有一定的规定。风险最高的股票，比如廉价的矿业股票，则必须以现金交易，因为没有人能够或愿意借钱给别人买这类证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进场后眼看股价下滑

一个明智的投资决策并不担保你买的股票的股价不会暂时跌落到买进价格之下。

当股价跌破当初的购买价格时，作为一个投资者你该做何反应？你是不是应该早点做好对冲，或采取保护措施？格雷厄姆说不用。股价的暂时下挫并不代表已经有所损失，如果这只股票内在价值不变，股价迟早是会升上来的。查尔斯·布兰帝建议说，如果你对自己的决定有信心，应该再买进更多股票。

如果相信平均成本法，在股价下跌时仍然追加买进，是对你的信仰的真正考验。在股价上扬时持续买进是很容易的；但要在股价下挫时也照买不误就需要勇气了。

结语

价值投资者也许会决定冒险来上一次投机，但绝不会在对可能承担的风险毫不知情的情况下进行。这样的东西就叫做聪明投机。

风险管理和在价值投资的概念是一体的。这个概念的建立的三大基石——避免投机、安全边际和分散投资——能提供给你便宜并且易用的风险管理工具。理解这些概念的投资者，就算在“市场先生”怒发冲冠的时候，也可以整夜安睡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时，请记住

- “小心因为想要抓住影子，而失去了本质。”摘自伊索寓言。投资者的推论：“抓住本质（投资原则），就能抓住影子（投资回报）。”
- 以市场波动性（贝塔）为标准来衡量风险，对于价值投资者来说没有任何意义。贝塔高的股票不见得比贝塔低的股票风险更高。
- 投资是抛开现金换来所有者的利益。投机不是。
- 对于个人投资者最好的防御就是合情合理的决定、安全边际与分散投资。
- 让你的运气更旺的最好方法就是停止赌博。以投资取而代之。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第九章
特殊情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

创新是金融市场的生命力，正统观念除了怀旧之外没有任何用武之地。

——詹姆斯·格兰特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果没有足够的警觉性，那么价值投资法就只是空谈。格雷厄姆的《证券分析》和《聪明的投资者》这两本著作中随处可见一句又一句的警告和训诫。但是格雷厄姆也教给投资者这样一个道理，就是具备了信息、实践和经验，警觉性大多情况下是故步自封，而不是趋利避害。投资者们应该了解一些“特殊情况”。在这些情况下，投资者可以获取高额的额外收益，而无需增加多余或不必要的风险。

“特殊情况”，也称攫取超高额回报的非传统型机遇，是一种很难描述清楚的情况，因为从这个词的定义来说，这种情况是很少见、非正统并且独出心裁的，在多数情况下特殊情况的发生是无法预料的。

特殊情况的出现方式可以说是多种多样的。多数情况下是一只股票反应某企业内在价值的一种独特而出人意料的方式。有时，特殊情况是各种规则中均有所备注的“例外”。当投资人发现了一种特殊情况时，“你应该做”就会推翻“你不应该做”。

修订规则

当格雷厄姆于1948年购买了政府雇员保险公司的控制股权时，他违

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



背了他自己的两条规则。

在第四版《聪明的投资者》的附言中，格雷厄姆讲述了两个合伙投资人的故事（我们都知道这两个人是谁）。他们违反了自己的投资组合原则，将投资中的很大一部分投入到一个公司中（格雷厄姆纽曼基金的五分之一），而且有形资产的比率低于应有的水准。这是因为从其他各方面来看，这家公司看起来都像一个赢家。而政府雇员保险公司的确如此：



非常讽刺的是，从这一笔投资决策中获取的总利润，远远超过过去二十年中这两个投资伙伴在各个领域中，通过大量调查、审视以及无数的决策而实现的全部投资活动的利润总额。

格雷厄姆认为，这只能说明“在华尔街，赚钱的方式绝不仅仅是一种。”

当机遇来敲门时，要确认它的身份

在格雷厄姆看来，特殊情况是不那么常见的、离经叛道的、甚至是被估值过高的，但是通过那些具备火眼金睛的投资人的评估，会发现其中包括大量内在价值。这些机遇是如此宝贵，以至于我们绝对不应该错过它们。正如格雷厄姆经常说的那样，即使是那些再普通不过的投资，只要价格合适，也会拥有很高的价值。

政府雇员保险公司恰好就是特殊情况的一个例子，虽然原始的投资人可能根本就没有赶上这次机遇。当格雷厄姆纽曼基金购进该公司的控制股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权时，政府雇员保险公司还只是一家私人所有的小公司。（有关 Geico 政府雇员保险公司的发展全史详见附录）

1995 年时政府雇员保险公司又一次成为特殊情况的案例。那时伯克希尔·哈撒韦公司开出 23 亿美金的价格，意图收购该公司 48% 的股份。据人们推测，沃伦·巴菲特那时使用的是从美国广播公司转让给沃尔特·迪斯尼的并购案中所赚得的资金来购买这家公司。但实际上，巴菲特接受了迪斯尼公司的股份作为支付，他是以自己企业产生的收益来购买这个原本就在他手掌中的特价品。

特殊情况涵盖的范围很广，包括哪些被低估价值的普通股票，可转换证券、优先股和认股权证，也包括各种套利机会、破产清算，还包括一些高风险债券、初始公开发行股票、发售部分新股、私人募集，以及各类复杂难解的法律情况。通常情况下，只要认真考虑了某宗特殊交易的各个方面，那么其有利可图的一面就会跃然纸上，令人一目了然。

被极其低估的股票

此类证券的问题在前面几章中已经有所讨论。当一家公司的股价被低估，交易价格低到具备超级吸引力，同时看上去风险极高，这家公司就成为了一种“特殊情况”。通常，这种公司的股票价格之所以低，是因为该公司正遇上了一系列的大麻烦。

在 1940 年版的《证券分析》中，格雷厄姆公布了两份清单，清单上列出的是那些股票价值被低估了的特殊投资状况。在该书出版的 8 年之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后，清单上的企业的股价平均上升了252%，而与之相比，同时期内标准普尔工业500指数的平均涨幅只有33%。

名单中的大多数企业当时都在遭受着经济大萧条和世界大战欧洲战场所带来的冲击。虽然在当时的历史时代中这些企业存活了下来，但有趣的是，一些企业目前已经不复存在了，比如当时名单上的Reo、Hudson、Hupp和Nash Motors，全都是汽车制造商。但是，也有一部分名单上的名牌企业不仅在当时成功存活，并且发展至今仍然生机勃勃，如马克卡车（Mack Truck）、钻石火柴公司（Diamond Match）、蒙哥马利—沃德公司（Montgomery Ward）和韦森石油公司（Wesson Oil）。

在第五章中，我们曾经讨论过欧克工业。这家公司的股票在20世纪80年代末一度跌至每股不到1美元的价格，远远低于其实际资产价值，因此虽然该公司的经营状况不佳，但仍然不失为是一个较好的购买选择。

磨炼

沃伦·巴菲特最喜欢的“特殊情况”之一就是他称之为“磨炼”的情况。“在这种情况下，公司的财务成果取决于公司的经营行为，而非由证券市场上买家和卖家所决定的供需关系。换句话说，这些公司的证券有一个误差在合理范围内的时间表，根据这个时间表我们可以预测出什么时候获得收益、能够获得多少收益以及什么时候可能会面临翻车。”巴菲特解释说。

吞并套利、破产套利、分派公司部分股份组建独立的新公司，或者甚至是将一家上市公司转化为私有公司等都属于这种“磨炼”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转换证券

可转换证券通常是债券，但也有一部分是优先股。他们确实是可以转换的，因为在其生命周期中的某些时点，这些证券可以转换为一定数量的普通股票。随着公司普通股票市场价格的上涨，这些可转换证券的价格也随之升高。但是因为债券或优先股需要支付票面利率，而这个票面利率会高于普通股的股利，因而当股市出现熊市时，可转换证券的跌幅要小于股市的跌幅。

正因如此，当市场环境的风险较大时，在可转换证券和普通股票之间，职业投资者们往往倾向于选择前者。当股票的市场售价处于历史最高水平时，可转换证券可以让投资者更好地抓住普通股的上升势头，即使出现市场逆转，损失也会相对较少。因此，持有可转换证券的投资者可以得到与持有公司普通股相同的回报，但是所面临的风险却相对较低。

基于这些证券的构成方式，以及其构建在较高收益基础上的“转换溢价”，将债券兑换成普通股票是不怎么合算的。

美国航空公司转换债券				
	当前	价格	方案一 *	方案二 *
	收益率	4/27/95	股票一年内下跌 28%	股票一年内上涨 39%
普通股票	0%	68 美元	49 美元（－28%）	95 美元（＋39%）
可转换债券	6.26%	98 美元	85 美元（－6.5%）	121 美元（＋30%）

* 股票的跌幅和涨幅依据其历史资料记录而预测

资料来源：《商业周刊》，1995 年 5 月 15 日，第 148 页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



优先股

优先股是一种混合证券。正如普通股一样，优先股代表着公司的所有权，但是附带有设定的投资回报率，在支付普通股股利之前优先支付。即使某一年暂停发放优先股股利，其股利也需要进行累加，并且在未来发放时仍然优先于普通股股利。因此，优先股应该被视为一种类似于公司债券的股票，并且也应该按照公司债券的方式进行估算。

投资者为了获得高额回报而购买优先股，因此公司是否有足够的资金来发放其所承诺的股利是尤为重要的。公司的负债应该在可控制范围之内，并且其收入应该足够支付其债券和优先股的利息。（关于到底哪种程度的收益才能够应付债券支出，详见本章节中有关“垃圾债券”的部分）

当优先股可以转换或附带有认股权证时，投资者们必须也要考虑普通股的内在价值。因为只有当股价上涨时可转换证券才有利，所以在评估收益时，价值投资者必须考虑其获利能力。通常来说，投资者不愿意将优先股转换为普通股，但是当市场出现异常变动时，这种转换就会变成一种正确的选择。在下一段中我们将对认股权证进行更多讨论。

当巴菲特对所罗门公司和美国航空公司进行投资时，他购买的都是这两家公司的优先股。他投资的目的就是获取优先股的股利。美国航空公司支付了很大一部分优先股股利，但是1995年一季度，伯克希尔·哈撒韦公司最终抽回了其2.685亿美金的投资，占其投资额的75%。巴菲特解释说，这是为了反映美国航空公司股价走低的状况“并非是暂时的”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然所罗门公司有能力支付其优先股股利，但是投资于这家投资银行花费了巴菲特大量精力，并且时常让他忧心忡忡（他不得不从奥马哈市飞抵纽约，帮助这家投资银行解决其因违反美国证券交易委员会的规定而面临的种种麻烦）。但是，这笔交易还是有利可图的。1987 年巴菲特购买了价值 7 亿美金的所罗门公司的优先股，支付 9% 的股利，从而为他的伯克希尔·哈撒韦公司账户每年都注入 6300 万美金。这笔收入还有相当可观的免税优惠，这是因为 70% 的优先股股利收入是不计税的。

在 1995 年 10 月 31 日之前，伯克希尔·哈撒韦公司可以将其持有的优先股的五分之一以每股 38 美元的价格转换为普通股，或者转换成现金。巴菲特选择将所持有的优先股转换为现金，此举向投资大众透露了：如果他不是对所罗门公司的长期经营前景没有信心，就是他认为所罗门公司每股 38 美金的股价已经是被过高估计了。

认股权证

认股权证是一种通常与债券和优先股同时发行的证券。持有认股权证的投资人可以以某个特定价格购买一定比例数量的普通股，通常情况下这个价格会高于发行时的市场价格。因此，投资人不仅能够获得投资的固定收入，同时还有机会从股价上涨中获益。

认股权证通常在特别情况下被作为刺激性奖励，从而增强固定收入证券的吸引力。在问题公司重组或发行较不抢手的新股时，认股权证往往是一种很常用的办法。对于很多投资人来说，认股权证看起来就像是“买一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



赠一”的额外惊喜。



> 认股权证，从其名称和形式上来看，本质上与低价股票有共同之处，认股权证是一种依赖于企业未来发展前景的长期买入权。换句话说，认股权证稀释了所有普通股的价值。投资人在考虑一家公司流通在外的股票数量时，一定要假设认股权证会被全部执行，但是在评估附有认股权的债券或优先股的价值时，认股权证的价值不能与股票划等号。“认股权证应该被视为一种高级投机证券。”
>
> ——摘自《证券分析》

格雷厄姆和多德认为，认股权证操作起来危机四伏。评估认股权证时，合意的因素如下：

- 较低的价格
- 较长的存续期间
- 接近市场价的行权价格或购买价格

从保守之上的法则出发，投资人不应为认股权证支付任何额外的代价，如果认股权证真的变成了物有所值，那么就可以算是意外收获了。

套利是一种本能

在 1990 年代早期，前苏联解体。一名退休的理发师注意到，她家门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口附近市场上所出售的衣服，比她女儿家附近的莫斯科市场上的衣服要贵得多。于是她从积蓄中取出了2000卢布，从莫斯科市场上以低廉的价格购进了大批衣服，然后在她自己家附近的市场上以3000卢布的价格卖出。无须任何有关资本主义的启蒙课程，她已经发现了套利的原理。

套利——也就是在某一价格购进证券，意图在短时间内以更高的价格转手卖出——是职业投资人士快速盈利的一种方式。套利的范围涵盖购并、接管，或者一些极端情况，买下一家公司然后马上清算它的资产。

“套利的概念和实施都很简单，只是机遇十分稀少。”英国《经济学家》杂志解释道。

套利清算

在1915年，格雷厄姆因为研究出了一个用于古根海姆勘探公司解散的方案，而在华尔街崭露头角，打响声誉，这一年他才只有21岁。他研究出了一个用于套利清算的典型的构架。古根海姆勘探公司是一家控股公司，并且拥有在美国纽约证券交易所挂牌的多家铜矿开采公司大部分的股权。格雷厄姆通过以下方法来计算该公司的资产：

	1915年9月1日市场价值
古根海姆勘探公司的股价为	$68.88
每股古根海姆勘探公司股票拥有的证券	
肯尼科特铜业公司0.7277股，每股52.50美元	= $38.20
迟诺铜业公司0.1172股，每股46.00美元	= $5.89

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



美国冶炼公司 0.0833 股，每股 81.75 美元	= $6.81
瑞恩统一铜矿公司 0.185 股，每股 22.88 美元	= $4.23
其他资产	= $21.60
合计	= $76.23

这个简单的数学公式表明了，当以 68.88 美元每股的股价买进古根海姆勘探公司的股票，那么通过清算该公司的总资产（达到 76.23 美元每股）这样的话每股就可以套现获利 7.35 美金。以单月 10.7% 的利润率来看，这会是一项回报率较高的投资。

当然，清算套利也存在着风险，这些风险主要有：第一，股东们可能反对解散公司；第二，在对古根海姆勘探公司的解散工作完成之前，公司的基础股价有可能降低；或者第三，清算会受到其他方面的干扰。即便如此，格雷厄姆公司仍旧赞成在古根海姆勘探公司进行套利清算，并且公司的解散正如年轻的格雷厄姆所希望的那样，进行得很顺利。

接管或并购套利

采用价值投资法的投资者常常会面临诸如合并、收购、接管这些潜在的可能性，这实际上是因为他们发现了价值被低估的股票。那些发动并购的公司和这些投资者一样，同样也是看到了价值被低估的资产。收购一家价值被低估的公司，就相当于以相对低廉的价格取得公司在资本增长、增加销售或者增加市场份额方面的效果。

1995 年的夏天里，企业合并的狂潮充斥着华尔街，随处可见成功者和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失败者，有些成功者看上去和失败者别无两样，这是因为他们没有得到他们所期望的高额回报。对于套利者来说，这种失望出现的几率尤为的高。这主要是因为，只有在传闻中的接管商业活动既成事实，他们买进的股票才能获利。

那些寄希望于普强公司股票的投资人，就深刻了解到了希望落空的感受。普强公司是一家小型的制药厂，其股票价值被低估了。此后普强药业公司和欧洲的一家制药厂商法玛西亚药业合并重组。这个决定每年可为两家企业节省大约五亿美元的成本，并且合并后的公司年度收益可以使每股每年增值 65 美分。

尽管合并会使得这两家公司实力更为强大，在市场上更具竞争力，但是华尔街却将这个公司看作为“普弱”并且将这个合作看作是“委身下嫁”。那些并购套利者原本希望能出现激烈的竞标的场面，从而推高股价。他们并不满足于仅仅持有有不错收益前景的公司的股票。套利者们更喜欢比普通盈利更为快捷的赚钱方式。

令人惊讶的整套组合

特殊情况的交易之中，最好的一个往往是意料之外的。带着寻找低价股的天眼，投资者会在套利者登台之前就已经开始进入角色。那些早先就拥有莲花公司股票的人，在国际商用机器公司（IBM）提出收购要约时，就狠狠地赚了一大笔。IBM 开出的收购价格接近莲花公司股票当时交易价格的两倍，最初的要约价格是每股 60 美元，并购完成时，价格提高到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



每股 64 美元。这次并购莲花公司的行动事发突然，之前 IBM 在长达十年的重组过程中股价连创新低。

莲花公司处于短暂的困境，但是具备长期价值的特征。1994 年，莲花公司在其公布首次亏损后，就进行了公司重组（此次的亏损和价值 6800 万美元的收购费用有关）。由于领导层出现判断失误，对于视窗系统的市场前景并不看好，导致了莲花公司的电脑产品没能较早关注新市场，使得公司营业额不断下滑。此外，公司自己的新产品表现慢热，也影响到了公司业绩。莲花公司的股价从 1994 年最高每股 86. 5 美金降到 1995 年的每股 25 美金。

但是纵观莲花公司在过去 10 年中的表现，营业额年增长 30. 5%，收益增长率高达每年 15%。尽管公司负面新闻不断，但是这家公司的营运资本依旧强劲，且流动比率也稳定在 2. 5 的正常水平。从定性因素角度来看，莲花公司的领导层表现出的优秀的领导能力和长期的稳定增长——考虑到软件领域的发展速度，这算得上相当长的一段时间。

即使不考虑这是一只增长型股票，仅仅运用内在价值的公式来看，莲花公司也有足够的能力成为价值投资者的投资标的。在 1994 年，他的每股收益为 1. 08 美元，预期收益增长率为 16%，平均债券收益为 7. 37%，这个公式是如下运算的：

$$E(2r + 8.5) \times 4.4Y$$

或

$$\$1.08(2 \times 16\% + 8.5) \times 4.4/7.37 = \$26.11$$

换句话说，当 IBM 公司提出超过内部价值两倍的并购价格时，莲花公司的股价已经接近于计量的内部价值。很明显，当 IBM 公司在进行并购案的评估计算时，也将定性的因素考虑在内。

这个 IBM 收购莲花的戏剧化案例是复杂的，但是原理很简单，如果投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者将莲花公司看作是一个价值投资标的，那么购买其股票，静待好戏上演……那么灿烂的画面终将会展现在你面前。这就是为什么有耐心的价值投资者能够享受卓越的长期利润。

实力相当对手的合并

对于价值投资人来说，最容易计算收益，同时也是最有利益可图的方法，就是发生现金收购的目标公司股份时候。当这个交易是股票交换或者是实力相当的公司之间的相互融合，那么就有必要评价新的或者是合并后的公司。如果新的重组公司仍然具备良好的价值投资的条件，那么就保留。如果不是——举个例子，如果新公司负债累累或者不能产生规模经济效益或者没能理顺重叠经营领域而降低成本——就把获利兑现，并且迅速转向下一个价值投资目标上。

获利后出售往往比持有更为安全。如果投资人决定出售，并且可以取得利益，那么就要动作迅速，尽快脱手。如果投资者继续持有，那么有可能收益不会立刻实现，要经过一段时间才能得到，并且前提是这些收益能够实现。

套利法则

套利标的股票的交易价格往往比提出的购并价格低 1% 到 5%。这主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要是因为购并案能否顺利完成的不确定性比较大。有时候，并购过程持续了太长的时间，由于期间某些基本面因素发生了改变而丧失了利润。套利者希望在几个月的时间内就能达到资本5%的收益。

套利的目标应该是：

- 从并购价格中获取较大的折扣
- 友善的报价
- 充足的财政支持并购
- 和公司价值相称的合理的接管价格
- 最少为每年25%到30%的预期年收益率

因为竞争不太激烈，一些知名度低的公司往往是并购套利的较好的候选者。在格雷厄姆作为投资经理人期间，他通过套利交易挣了很多钱。现如今，越来越多的套利游戏者挤进这个领域，股票价格变化更快也更接近于购并价格，因此缩短了可以建立套利头寸的时间框架。

破产

有些业绩很好的公司也会偶尔碰到倒霉的事情，这时候就会有很多人冲向破产法庭确认这家公司确实进入了破产保护状态。当上市公司进入“美国联邦破产法第十一章（重组）”阶段时，通常会发生两种情况：

- 公司可以从债权人那里得到保护，如果可能的话直到公司走出困境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 股票价格下跌，低于股票的票面价格。

如果这个公司不能度过“美国联邦破产法第十一章”，那么这家公司将会进入到解散程序。他的资产将会被变卖。债权人、甚至公司债券持有人都可以获得清偿，这之后剩下的资产等才能归还给股东。如果有足够的资产支付债务，那么公司债券的持有人最终也可以得到清偿。

由于这个原因，成功的破产套利主要关注公司的有形资产。有资格被称为特殊情况的破产公司要满足如下条件：

- 仅仅通过衡量资产，就有很大的安全边际。
- 公司会从破产中摆脱出来的可能性比较大。

当一家公司的资本价值足够的高，并且股票或者债券的价格足够的低，投资者有足够的安全边际，并且这与该公司能否摆脱破产没有多大的联系。虽然瘦死的骆驼比马大，但是，如果这只骆驼能够起死回生，那就更好了。首先说，如果公司真的解散了，那就一了百了了。而如果一家公司从破产中挺了过来，公司的债务将会通过某种方式得到解决，股价也会戏剧性地回升。

垃圾债券

垃圾债券就如同旧货市场上摆在地摊上的商品——是说不好到底值得多少钱的。但是善于在城市生存的淘货达人都知道，珍宝也可能委身杂物之中。作者曾经在 1995 年遇到过这样的一个人，这个人在旧货市场里淘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



到了第一版的《证券分析》一书。他仅仅用了一美元就买下了它。如果是品相完好的第一版的该书，能卖到超过1000美元。对于那个卖家和大多数没有注意到其珍贵价值的逛街人而言，那本书不过就是一本保存好一点的垃圾而已。

那么在金融界中该怎么来形容这些垃圾呢？垃圾债券就是那些达不到投资等级的债券。这些垃圾债券在信用评鉴机构那里得到的是BB或者更低的等级评估。要达到可接受的安全标准，工业公司应该在税前获得5倍于利息的收益。而垃圾债券往往只有税前1.3倍或者更少的收益。

著名的迈克尔·密尔肯斯诈案中，垃圾债券曾经一度成为他骗取投资人的手续费而大发横财的工具，并因此臭名昭著。但是，也有很多足够狡黠的投资人从中赚到了钱。

对不起

在1983年，华盛顿公共电力公司（WPPS）对其发行的用以支持兴建核能发电第四和第五期项目，额度高达22亿美元的债券拖延支付，整个金融世界因此而震动。该公司也由此得到了一个绰号——“不好意思(Whoops)”。当巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司年度股东大会中透露，他已经买进华盛顿公共电力公司第一、二、三期项目资金高达1.39亿美元的债券时，震动也从美国的西北部蔓延到了中西部。

这种债券有什么特别的吸引力吗？正是因为公司存在无法履约的潜在问题，巴菲特可以以极高的折扣购买到这个债券。并且，这些债券是用标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产作为支撑的。伯克希尔·哈撒韦公司从这种证券中取得了免税的16.3%的当期收益——这笔投资带来每年2270万美元的回报。

尽管巴菲特并不重视债券，但是当这些债券可以提供额外的有利条件的时候，他也从不放过。在70年代，他以半价买到了克莱斯勒公司的债券和滨州中央公司的债券。在1989年和1990年，他购买了纳贝斯克公司的垃圾债券。

当考虑购买评鉴等级较低，价格也奇低的债券时，需要检查发行公司的存活能力。债券的品质不可能超过发行公司的资产与获利能力，但是在公司清算时，债券投资人的权益却优先于股东。

首次公开上市

机构投资者和职业基金经理有时候能够通过首次公开上市大赚一笔，一般的个人投资者很难以申购价格买到股票。机构投资者可以以预付的方式支付一大笔钱一次买下大量的股票，而个人投资者，除非是非常特殊的情况，是很难做到的。当一只股票声势浩大地进入市场，只有相对较小的一部分是分配给个人股票投资者的，这些人被称为二级市场投资者。当股票一旦开始交易，股票的价格往往涨得很快，那么个体股票投资者就只有在价格上涨的市场中购买股票，追随涨势而已。随着首度公开上市的热情耗尽，价格毫无疑问会降低。

一些投资者希望在新股还受到热捧的时候尽早以低价买入并且迅速卖出以获取利润。证券经纪人们称这种投资为“打新股”，大多数人不愿意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



接手此类交易。经纪商通常会向打新股的客户收取惩罚性佣金。

首次公开发行的股票有一个不大好的名声，并且这不无根据。研究表明，如果你购买了首度公开发行的股票并且持有五年，那么你的年平均收益将会不足5%。但是大多数首次公开发行的股票的利润都来自于第一个交易日起的90天内。很明显，尽管证券商的不情愿，一些客户还是在最佳的时机买进和卖出此类股票。

从另外一个角度来看，一些年轻的上市公司的确是长期投资理想目标。举个例子，在家庭仓储公司上市后的10年里，收益率高达32143%。百事达录影带出租店上市后的前8年里股票涨幅高达9375%。在丽兹·克莱本上市后的11年里，他的收益回报率也高达5722%。这些公司一路走来，有强有力的基础，好的成长前景。

尽管在上市公司的第一年存在极其高的波动性，但是价值投资者应该注意到首次公布上市的公司中存在体质好、前景佳的优质公司。评价此类公司和评价其他任何股票没有什么差别。需要考虑到可接受的本益比、负债比、其他一些数据，一个首次公布上市的投资者应该注意到如下：

- 检查承销商所收取的一些费用。公司未来的收益首先要用来支付这笔费用，之后才能回到公司或者股东手里。有时候会发生这样的情况，这些费用相当高，导致新股东好几年内都没有收益。
- 询问一下，企业打算如何利用新筹措到的资本。举个例子，如果资金被用来减少负债或者扩大企业规模，那么投资者将有可能获益。
- 检查一下，新募集的钱中有多少被用来买下原始股东的股份。如果股票上市仅仅是用来为原始股东获取现金，那么新的投资人应该询问一下如果他的公司前景乐观的话，原始股东为什么还打算卖掉他的股份。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果一个投资者发现首次公开发行的股票有足够的理由值得相信，并且很幸运地在其刚刚上市的时候买入，那么这一切将会非常完美。按照以往的传统，经销商会将价格定在略低于其内部价值的价位上。承销商希望这家公司可以通过公开发行筹集尽可能多的资金，但是如果股票低价发行却永远不会上涨的话，那么投资人就会认为是上当受骗了。

之所以说首度公开上市的股票是难以驾驭的投资工具，有这样一个原因，大多数的上市公司想尽可能地在多头市场中筹集更多资金。牛市往往出现高价，所以也叫做“机会之窗”，而当行情转冷，刚刚首次公开上市的股票表现将会不尽如人意。

廉价股

很多涉世未深的投资人经常搞不明白低价股票变废纸是怎么回事。这些价格低廉的股票（通常每股低于 5 美元）一般是在场外直接交易的，或是在加拿大温哥华股票交易所，或是在一些不知名的外国交易所。通常都是有人向你透露所谓的内幕，某个公司经营一种稳赚不赔的专利技术，或者经营非常稀有、非常昂贵的商品。

黄金、白银、翡翠原石和原油勘探都是臭名昭著的鼓吹题材。在这种发行物泛滥的温哥华证券交易所里，操作者的目的就是尽早入市，并且当人为地使价格抬高后撤出市场。这就是赌博游戏最残忍的一面。格雷厄姆和多德警示到：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





公众应该谨记，当某一个特别的行业在市场中很容易就募集到资金，那么不公平交易的几率也会上升，同时这个行业过度开发的可能性也在上升。

结语

当我们把投资认定为“很特殊”的时候，投资者需要做个多额外功课，并且进入到更为严格的评估过程。有些交易看上去太好了，好到不像是真的，那么通常都不是真的。但是幸运的是，“特殊”的事情确实也会发生，当它们刚一浮出水面，经验丰富的、顶级的投资者中，最棒的一群人就会开始欢庆。股票市场的吸引力就在于那里会发生让人惊奇的事情。

“去假设股票的价值纯粹是由一个公司的收益经过实时利率折现和边际税率调整来确定的，等于去忘记人们曾经火烧过女巫，忘记曾经心血来潮发动过的战争，曾经相信奥尔森·威尔斯在电台中描述火星人登陆地球，”詹姆斯·格兰特说道。

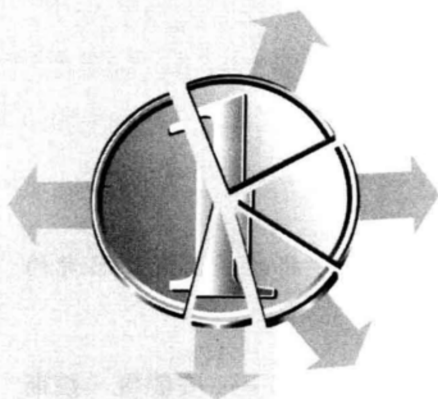
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，请不要忘记

- 投资法则写出来是供大家研究的，然后依据现实环境进行修正。伯特兰·罗素指出“多数人们宁愿死也不愿意改变，而他们中的多数也就因此丧生。”价值投资者会在必要的时候而改变。
- 注意报刊和杂志中的关于特别情况机会的头条新闻。破产、无法履约和企业的灾难都会制造些大新闻，并且这些将为特价品创造了舞台。当一个企业的声誉和信用受到损坏，那么它必定会为新的融资支付溢价。
- 认股权证的价值，就好像期权，要看普通股的价钱。
- 特别环境下的投资必须具备内在价值，并且是真实可信的。“我们从来不依靠公式，也从来没写过什么公式，我们就靠自己的头脑。我们喜欢那种足够明显，连掰手指头算数都用不着的决定，”巴菲特这样说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第十章
令你发财致富的真相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资是标准的经济学。对你做的事情进行逻辑性的思考。思考的时候不带入个人感情。思考怎样才算合理。

——安德鲁·魏斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有个投资者，每当市场没有按照他的想法走，他便会向他的经纪人百般责难。有一次他告诉他的朋友，价值投资对他来说，就像是看着草慢慢生长。“或许是的”，他的朋友回答，“但我所知道的价值投资者，是坐在全世界最好的乡村俱乐部里看着草生长。”

如果你在市场里是为了好玩，你可以有很多选择。如果你是想要以最低的风险获得最高的财富，这也是不无可能的。没必要一本接一本地看书，一页又一页地翻图表，或是让投资顾问在你也不知道有没有赚到合适的利润时就分你一杯羹。其实个人通过使用价值投资法则就可以成功地管理好他或她自己的钱财。甚至也有可能建立一个扎实持久的高回报投资组合。

很多投资者最后都会发现，价值投资就好像一个对神职学习多年的人，到头来才发现他所需要知道的就有“十诫”就够了，沃伦巴菲特如是说。

谁做得好就听谁的

价值投资的有效性的最好证明就是有很多投资经理和财务分析师都通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



过遵循其章法而获得了很好的绩效。“我总是想说，那些刚开始搞投资的人应该去看看有史以来别人是怎么成功的，自己只要依样画葫芦就可以了。让我吃惊的是极少有人会真的这么去做。”巴菲特说道。

浓缩的价值投资

尽管如此，还是有一群坚定的信徒，他们认为投资者所要做的全部事情就是找到价值被低估的股票，买进它们，持有它们，直到它们增值到其价值被高估，然后售出获利。如果某只股票持续地展现出它在积累价值方面的未来前景，它就应该无限期地呆在你的投资组合中。和投机者不同，价值投资者买股票就像他们要买下整家公司一样谨慎。格雷厄姆建议说：



> 真正的投资者能够利用投机大众周期性的过度乐观和过度忧虑。

真正的价值投资者很稀有，但是在每一代人中都会有几个得道之人。“我愿意承认，我已经是这种方法的一名信众了，和其他很多改换门庭的人一样，我对价值投资坚信不疑。”基金经理人查尔斯·布兰帝指出，“我已经看见结果；我知道它有效；我知道它能为信奉它的法则的人创造财富。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越简单越好

格雷厄姆的投资方法让他和他的学生都赚了钱，但格雷厄姆一生都在不断实验，以改进他的技巧，更新他的知识。在他 82 岁的时候，他总结了自己一生的研究：



我想我们只要有一点技巧和简单的原则就可以（投资）成功。重点在于掌握正确的一般原则，还要有将它们坚持到底的品质。

三大支柱

格雷厄姆宣讲的简单的戒律，就如同投资世界天空中的恒星，任何投资者在大海中航行的时候都可以把它们作为导航使用。作为个人投资者，如果没有拍摄划过天际的彗星照片的打算，而是想要获得健康的生活和持续的投资回报，都可以从格雷厄姆的指引中收益。与其说价值投资是一种技巧，倒不如说它更像是一种哲学。它不是用一个公式或核对表就可以说得清楚的。它基于这样一个理念，投资者应该去寻找便宜的股票，并且寻找便宜股票的方法确实存在。格雷厄姆的哲学有三大支柱：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 投资方法：拥有投资者的态度，而不是投机者的态度：



> 让我们把投机者定义为那些没有把内在价值摆在首位，一心只想从市场运动中捞钱的人。精明的股票投资者则是：(a) 股价有潜在价值充分支持时才买进；(b) 当市场进入持续上涨的投机阶段时，毫不犹豫地减少他持有的股票。

格雷厄姆坚持认为，经过培训的投机在证券市场是可以有一席之地的，但是投机者也应该更深入地研究、追踪投资，并且在损失发生之前就做好准备：



> 如果一个人想要靠投机发大财，那他一定要有充分的理由确信自己要比身边的家伙更加聪明。如果他真的比较聪明，那他运气不错。

- 安全边际：这是一个难以捉摸，但却非常重要的概念。“这个过程根本就没什么精确性可言——如果你认为有，你是在逗自己玩儿，”巴菲特建议说，“你确实应该有一个安全边际，但不需要你精确到小数点后三位。”
- 内在价值：“你运作资本的模式，会随着时间的推移对内在价值产生巨大的影响。在这个过程中，内在价值不是简单地叠加。”巴菲特补充道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

检查点

这里再补充几个格雷厄姆在自己的著作和演讲中着重强调的要点，这里我们尽量用最简化的语言来说明。有的建议是富于技巧性的，但是更多的只是简单的鼓励一种正确的态度。

- 了解卖方报价。用全部流通股数（未稀释的）乘以公司的股价。问你自己，“如果我买下整家公司，它是不是值这么多钱?”把要价和其他适合购买的公司股票的要价比较看看。
- 一直寻找廉价股。格雷厄姆闻名于使用他的流动资产净值（NCAV）规则来决定一家公司的价值是否比得上市值。如果买的股票低于它的流动资产净值，投资者就买到了一个廉价货，因为投资者没有为它的固定资产花一分钱。研究显示，如果在股价低于流动资产净值时马上买进股票，然后在两年内将股票卖出去，平均回报率是24%以上。

然而，即使格雷厄姆也认为要找到低于流动资产净值的股票越来越困难了，而好不容易找到这样的股票时，这个手段又只是一个开始而已：



> 如果投资者有时会对公司的前途忧虑不已，于是他屈服于自己的焦虑，把股票换成自己没那么担忧的公司的股票，这完全合情合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



格雷厄姆的现代弟子又发现了新的办法来找寻公司的隐藏价值，但仍然在探索着这个问题："这家公司到底值多少?"巴菲特修正了格雷厄姆的公式，倡导关注公司本身的质量。巴菲特的信徒还会关注公司的现金流量、股息的可靠度和质量等其他因素。

- 使用内在价值公式来验证价值。格雷厄姆发明了一个简单的公式来判断股票是否被低估了价值。只买那些接近内在价值或按内在价值以下的价格出售的公司股票。虽然价值投资的长期实践者声称拘泥于某一个公式并不会带来高回报，但是这个概念已经在很多市场和著作中都得到了验证。这个公式考虑的是公司的每股收益（E），期望收益增长率（r），AAA 级公司债券的当期收益（Y）。

  股票的内在价值就等于：

$$E(2r + 8.5) \times 4.4/Y$$

- 有一个便携计算器就已经足够。格雷厄姆非常喜欢数学，他说：



> 在华尔街 44 年经历和学习中，我从来没有见过计算普通股的价值或相关投资产品所需要的数学会超出简单的算术或最初级的代数。一旦牵扯到了微积分、高等代数等等，你就该意识到这或许是一个警告，操作员多半是想要用理论来代替经验，用谎言的外衣来掩盖投机的本质。

- 放松。你要知道你不可能完全正确地发现股票或股市的"内在价值"。安全边际会带给你内心的宁静。
- 在公司的数字间潜行。推动公司股价上升的是公司未来的盈利能力，但是投资者要当心那些根据公司现在的数字推断出来的估计。虽然现在的行业规范比起格雷厄姆投资时的要严厉得多，但是盈利还是可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过一些很有创意的会计方法来粉饰的。投资者在阅读公司的文档时，应该特别注意审计保留意见、会计方法的改变、脚注等等。

对于公司未来盈利的估计，任何一件正在发生的事情，从错误的预期，到意料之外的国际事件，都在不断地重绘整个画面。尽管如此，投资者还是需要尽可能做好最准确的预计，然后根据结果选择投资。

格雷厄姆评分散投资

格雷厄姆分散投资的第一条就是要严格划分股票与债券或债券等价物。无论何时，投资者都应该保持自己的投资组合中有至少25%的流通股和至少25%的债券，以保证回报率。剩下的50%可以在这两类中分配比例，取决于哪一类提供了最好的投资回报。

格雷厄姆的首要基本原则就是，当股票市场上主要股指（比如道琼斯工业平均指数或标准普尔综合指数）的每股盈利低于高品质的债券的收益率的时候，投资者就必须远离这些股市。当这种倒挂关系出现时，分配比例要向债券倾斜。

格雷厄姆分散投资的第二原则是要求价值投资者的投资组合里要保持足够多种类的证券，如果有必要的话，每种股票的份额相对较少。像巴菲特这样的投资者可能手中只有不到一打的精心选择的重点公司的股票，而像格雷厄姆却通常持有75种以上的股票。典型做法是，保持投资组合里有5到30种股票。股票的品质越高，需要的股票种类就越少。对于个人投资者来说，购买零星股票的最经济的办法就是参加公司的股息再投资计划（DRP）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



- 品质就是保证。投资者最常犯的错误有两个。他们要么买了品质不怎么样、永远不会有好表现的股票，要么就是买了品质虽好但价格被高估了的股票。盈利不错、股息历史稳定、负债少、价格收益比相对合理的公司才是最好的。
- 积累股息。股息发放的历史很长，比如说20年之久的配息史，说明这家公司有实力，风险很小。增长率飘忽不定的股票很少会发放股息。另外，格雷厄姆主张，吝啬的配息政策会从两个方面伤害投资者的利益。不仅股东被剥夺了投资收益，而且和同类公司比较起来，股息比较低的公司向来股价也比较低：



> 我认为我在华尔街的经历充分说明一个事情，对待股东最好的方式就是用公平合理的股息来回报他们。股息与公司的盈利相关，也同证券的真实价值相关，如同任何其他衡量资产收益能力的量度一样。

- 说出来。不管国会怎么说，股东都有自己的权利。如果你反对公司的股息政策、经理的薪酬计划、购并方案，就组织股东进行反击：



> 我想就不高兴的股东们说一句话。依我拙见，不满意的股东还不够多。华尔街最大的麻烦之一就是，无法将公司事务中捣蛋鬼或“恶意诉讼者”，与带着正当的诉求、应当受到管理层和其他股东们重视的股东作出区分。

- 耐心会有好结果。投资者应该关注季度结果甚至年度结果，从而调整投资进程。一只股票要实现完全的价值可能需要一整个行业周期——3到5年。只有在基本面条件改变了，或是有其他因素明确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显示股票没有前途了，才应该放弃手中的股票。

- 做一个逆向投资者。不要随波逐流。格雷厄姆列举了在华尔街取得成功所必需的两个要求：正确思考和独立思考。格雷厄姆自己就是最好的例子，投资者必须保持开放的思维，要不断寻找能确保安全并使增长最大化的办法。永远不要停止思考。

临别寄语

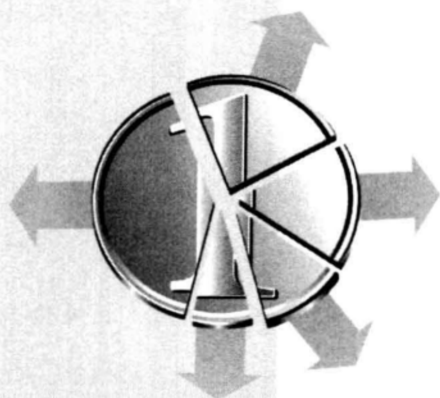
专业的价值投资者到了八九十岁的时候仍能保持成功的投资是非常少见的事。价值投资中四位年迈的巨头分别是专业的基金经理：罗杰·莫瑞、菲尔·凯睿、欧文·卡恩和一位著名的个人投资者罗伯特·海尔布伦，后者曾是本杰明·格雷厄姆的客户。罗杰·莫瑞是《证券分析》第十五版的合著者。1994 年他在一次哥伦比亚大学的价值投资研讨会上对一个学生说："过了这么多年"，他说，"我们经历了市场中一次次最具迷惑性的时期。然而价值投资仍旧是有成果、有作用、有创意的真知。"

最后的箴言：享受你的投资过程。买卖股票、打造坚实的投资组合，都是令人兴奋、充满挑战的尝试。市场总是不断变化，随着新故事和新情况的出现而不断更新。投资可以是人一生的兴趣，如果带着知识和"正确的态度"，它会成为你快乐的来源。

虽然格雷厄姆本人从来不赌运气，但作为一个和善亲切的人，他一定会祝福每个投资者都能有最好的运气。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



A 附录
政府雇员保险公司的传奇是所有“买进并持有”的投资者的教程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1951年的一个星期六，当时沃伦·巴菲特还是个手脚细长、理平头的哥伦比亚大学研究生，他搭上了前往华盛顿的火车，准备去政府雇员保险公司的总部看看，等他绕着这栋门禁森严的建筑物走了一圈，想找找看有什么人他可以聊一聊。终于，里面有一个清洁工看见了他，敲着窗户向他示意。清洁工告诉这个20岁的小伙子，楼上有个人或许可以回答他的问题。

这个楼上的人叫洛里默·A·戴维森，他是当时政府雇员保险公司的总经理，也是后来的执行总裁。戴维森花了差不多一整天的时间告诉年轻人巴菲特关于保险行业的经济学。这是故事的开头，故事的结尾是巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司在1995年以23亿美元的出价，或者说每股70美元的价格，收购了政府雇员保险公司已经不再拥有的49%的股权。

“就我个人而言，我要感谢政府雇员保险公司前任CEO洛里默·A·戴维森，他44年前让我第一次大开眼界，知道了政府雇员保险公司的潜力。”巴菲特在并购出价行文发布会上说道。戴维森现在已经91岁了。

政府雇员保险公司与巴菲特的故事，正是霍雷肖·阿尔杰传奇的在美国的翻版。两个故事都证明，美国的成功源自于绝佳的创意与不屈不挠的精神。

政府雇员保险公司是被巴菲特，这位年年都位列全美富豪榜第一或第二位的人，纳入他称之为“能力圈”中的第一家公司。巴菲特从来不会投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



他尚未完全了解的公司。

巴菲特不只了解保险，他与政府雇员保险公司的关联早已超出业务的层面。巴菲特在1951年拜访政府雇员保险公司总部，是因为当时格雷厄姆正是政府雇员保险公司的董事之一。巴菲特写论文需要研究一只股票，他知道从政府雇员保险公司能学到最好的经验，因为格雷厄姆显然非常了解这家公司。

后来成为巴菲特导师的格雷厄姆，他实际拥有政府雇员保险公司48%的股份，同时也是负责在1949年将政府雇员保险公司上市的负责人，政府雇员保险公司的上市后来成为华尔街最成功的首次公开发行股票案例之一。从那以后，公司成为政府雇员保险公司与其几家分支机构的控股公司，就此成为全美最大的汽车保险公司之一。

政府雇员保险公司是来自德克萨斯州一家保险公司的会计利奥·古德温在大萧条时期创建的，他相信，不通过代理人直接把保险卖给低风险的政府员工是稳赚的买卖。于是在1936年，古德温年当50岁的时候，他以10万美元的成立了政府雇员保险公司。沃思堡的银行家克里夫斯·瑞亚投资了其中75%。刚开始的时候，古德温和他的太太莉莲每天工作12小时，每月获得250美元的收入，开始了公司的经营。第二年他们搬到了华盛顿特区，以接近更大的客户市场。到了1940年，公司已经开始扭亏为盈。

然而，在1948年，瑞亚家族想把手中的公司股票都卖掉。政府雇员保险公司的股票在华尔街门可罗雀，直到代表找到了格雷厄姆纽曼公司，并和格雷厄姆面谈之后才取得成功。

在经过一番检视之后，格雷厄姆立即就认定政府雇员保险公司虽然有一些风险，但却是有价值的。这家公司的资产状况不像他通常喜欢的那么坚实，这让他有所顾虑。而且，这笔投资所需的金额几乎占了格雷厄姆纽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曼公司25%的资产。格雷厄姆，一生以超级保守和高达17%的平均投资回报率而闻名（包括大萧条时期），从来没有把这么大额的资金全投入到单个的投资中过。

现在已经是一位非常成功的基金经理人的沃尔特·施洛斯，当时任职于格雷厄姆公司。他现在都还记得格雷厄姆当时的焦虑。“沃尔特”，格雷厄姆对施洛斯说，“如果这笔买卖不灵光，我们毕竟还可以清算它的资产，把我们的钱拿回来。”

格雷厄姆付了72万美元所买下了的政府雇员保险公司的那部分股票，巴菲特在1995年花了23亿美元买下。格雷厄姆购买政府雇员保险公司后，引发了一连串戏剧性的事件。首先，美国证券交易委员会立即要求格雷厄姆纽曼公司取消这次交易，因为当时投资公司不得拥有另一家保险公司超过10%的股票。

然而，卖出政府雇员保险公司的人不想收回股份。于是格雷厄姆与美国证券交易委员会达成了一个协议，他会分别分拆政府雇员保险公司的股份，然后把股份分配给格雷厄姆纽曼基金的投资者。

政府雇员保险公司刚刚在纽约证券交易所挂牌交易时，投资者予以了热切关注。这家公司的上市价格是每股27美元，然后又进行了股份分拆；1948年到1972年间，政府雇员保险公司股价的涨幅据评估高达28000%。

不过，政府雇员保险公司的成长也不是一帆风顺。格雷厄姆与他的合伙人杰瑞·纽曼都是政府雇员保险公司董事会的成员，但在1970年初他们决定退休。纽曼提名沃伦·巴菲特为他的候补人选，然后格雷厄姆写了封信给董事会的其他成员，支持这个推荐人选。然而，董事会否决了对巴菲特的提名，因为他们觉得可能会产生利益冲突，巴菲特虽然后来在格雷厄姆纽曼公司一直工作到了公司解散，但之前是奥马哈一家基金公司的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



理人。他的基金也投资了其他保险公司的股票。

如果董事会让巴菲特加入，也许就不会有那么多的遗憾发生。1973年，政府雇员保险公司的股价是60美元，到了1976年中期却降到了只剩5美元。在政府雇员保险公司濒临破产边缘的同时，当时的运营者，利奥和莉莲·古德温的儿子自杀了。

巴菲特在1951年拜访了政府雇员保险公司，很快，用他手中资产的65%，购买了价值7000美元的股票。在市值高点时又将其全部卖出。1976年巴菲特再次投资政府雇员保险公司，以每股3.18美元的平均成本，买下130万股的股份。接下来的几年，巴菲特不断增加持股，直到持股达到51%。

政府雇员保险公司购并案在1996年完成之后，巴菲特从格雷厄姆子嗣手中买回了一些原始股。格雷厄姆的孙子最近为了筹集医学院的学费，卖掉了一些他继承的股份。同一年，格雷厄姆的侄孙女发现自己有一些她奶奶给她的股票，尽管注册的名字拼错了。

巴菲特现在仍然没有担任政府雇员保险公司董事会的任何职务。不过，红杉基金创始人、巴菲特在哥伦比亚大学时一起受教于格雷厄姆的密友和老同学威廉·鲁安，是董事会的成员。投资界里他们像是一个环形回路，因为红杉基金是伯克希尔·哈撒韦公司的主要股东之一。

保险业是伯克希尔·哈撒韦公司成功的关键因素之一。保险业务则占伯克希尔·哈撒韦公司213亿美元的资产的85%。它是通过保险股份的投资组合买进政府雇员保险公司、可口可乐公司、吉列公司、华盛顿邮报公司，以及巴菲特的偶尔打眼买进的破车——所罗门公司。其他一干公司，如布法罗新闻报、内布拉斯加家具店、喜思糖果等则是保险组合以外的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些可能只是说明，巴菲特投资政府雇员保险公司主要是出于情感的因素——为了满足年少时期想要拥有这家公司的梦想。巴菲特自己常常说，除了他父亲之外，格雷厄姆对他影响远远超过其他任何人。格雷厄姆曾在这家公司立下丰功伟绩，难道巴菲特拥有这家公司就是想要证明自己已经青出于蓝？巴菲特已将近 65 岁了。

巴菲特的投资看起来似乎不是出于心理方面的动机，因为和格雷厄姆竞争，就像和不认真玩游戏的人同台竞技一般。虽然格雷厄姆是投资大师，但巴菲特自己也说，格雷厄姆是专家型的投资者，他的对投资的热衷是基于对智力的挑战，而不在于获得物质奖励。格雷厄姆和巴菲特的投资动机似乎都不是因为贪婪。无论如何，其实早在多年前，巴菲特的投资业绩就已经青出于蓝了。

也许巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司将美国广播公司卖给沃尔特·迪斯尼公司所赚得的 20 亿美元分配给政府雇员保险公司，只简单地因为政府雇员保险公司是一个好的投资。政府雇员保险公司的总资产约 50 亿美元，所以巴菲特事实上是以低于资产价值的价格买进这家公司。虽然政府雇员保险公司最近为了摆脱房屋拥有人保险，经历了一些重组（该公司在 1994 年洛杉矶大地震中遭受了严重的打击），但还是有 14% 股东权益回报率。在选择投资时，巴菲特说他重视股东权益回报率多于重视资产回报率，因此也比较偏好未来净资产收益率比今天要高的公司。

巴菲特买下政府雇员保险公司的剩余股份也许还有另一个动机。或许出于对投资界其他同行的好意，他把投资对象范围限定在已经控制的公司。在 1995 年伯克希尔·哈撒韦公司的年度股东大会上，巴菲特解释了用公司庞大的利润进行再投资的困难，1965 年起伯克希尔·哈撒韦公司的平均年投资回报率就在 23% 以上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“如果我们以同样的速度增长，假设我们不再支付股息的话，我们就可以在某一段时间和国内生产总值不相上下，但这段时间不会太长。”巴菲特说。

（本附录最早是由珍妮特·洛撰写，并由奈特里德金融新闻服务于1995年9月出版）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

词汇表

美国存托证券（ADR）：一种美国公民买卖国外公开上市公司的方法。这种凭证表明外国公司的股票存托于国内或者在美国银行业金融机构的控制之下。银行作为交易代理人并代替股东收取股息。

资产配置：把对有价证券投资的基金分配给某些特定类别的证券的方法，如公用事业股票、美国工业股票、外国股票、债券等等。研究表明，如果一个投资者在特殊时期可以预期最好的有价证券种类，那么投资的回报率会显著提高。

资产负债表：一种财务报表，可以显示出公司于某个特定日期的资产、负债和资本。

熊市（空头市场或卖空市场）：根据股票市场的说法，当熊和熊相遇的时候会转身逃走，尽管一些国家公园的参观者反对这样的观点。熊市就意味着下挫和衰落。

账面价值：等于总资产减去无形资产减去负债再减去求偿权优先于普通股的股票。每股的账面价值，等于账面价值除以流通股数额。一个上市股票比如优先股或第二优先股的账面价值是这样计算的，用减法计算所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



求偿权优先于优先股（第二优先股），然后除以流通股数额。

牛市（或多头市场）：公牛向前冲时很有攻击性，牛市也是这样的。牛市就是大盘攀升。

商业周期变动：股票市场或股票种类的变动，都是可预测的商业周期的结果。例如，有既定的汽车购买周期、小家电周期和耐用品周期。这些周期对股票价格有深刻的影响。

认购期权：认购期权的专业术语，认购期权可以授权给买家在特定日期以特定的价格购买特定数量的股票，与它相对应的是认沽期权。

资本利得（损失）：固定资本销售带来的利益或损失。短期资本利得就是在六个月之内实现的。这类收入的税率通常低于正常收入的所得税率。

资本总额：一个公司发行的各种有价证券的总值。

现金：在企业会计的定义中，种类包括现金、可出售的有价证券或任何可用来暂时充当现金的资产。

现金流量：一个公司的净收入（税后）加上已注销的货币贬值、损耗、摊销和其他收费的总额。

普通股票：一个公司的所有权单位。普通股的持有人在优先股领取股息后收取红利。如果清算，他们对资产的求偿也在所有其他类型的股票之后。

道琼斯股票信号的确认：当道琼斯工业平均指数或者运输平均指数创下新高或降到新低时，另一个平均指数必定也是同样的走势才表示趋势确立。任何一个平均指数都可以作为信号的先觉。

逆向投资者：一个行为与大多数投资者的行为相反的投资者。逆向投资者认为，如果每个人都相信有些事必定会发生，那么这些事可能就不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发生。这是因为当大多数人确信一件事会出现时，他们都会采取他们认为正确的行动补救，这会阻止实际事件的发生。当人们确信股票会涨时，他们买进股票就会导致市场价格升高。逆向投资者认为，他们通过观察其他人之前忽视掉的有价证券，就可以在上涨之前买进以赚取收入。

流动资产：现金或者一年内可以折合成现金的资产。

流动负债：必须在一年内偿还的债务。

流动比率：流动资产除以流动负债。尽管一个行业与另一个行业的要求不同，但是大多数的分析师希望公司的流动比率至少为 2 到 1，或者说流动资产是流动负债的两倍。

衍生工具：在所有金融票据中，收益都来自某些特定资产，比如债券、货币或商品等，或与这些资产相关的金融商品。期货和期权是最常见的衍生形式。越是诱人的衍生产品名字越是引人注意，比如反向浮动利率、交换、利率上限和利率上下限。

摊薄：通过发行低于市场价的普通股票，缩小普通股持有人的所有权的比例。

分散投资：通过购买不同行业的不同股票，或购买债券、政府公债、货币市场股份或类似产品分散投资风险。

股息：分配公司的收入给股票持有人。除了一些类别的股票不需要股利支付以外，普通股的股息不同。数量每年由董事会决定。大多数时候股息用现金支付，但也可以用额外的股票份额、临时股票、公司产品或财产支付。

股利率：每股支付的年度股息的金额。

股息收益率：市场价支付股息的比率。一只股票售价 100 美元，支付 5 美元的股息，它的股息生息率是 5%。有时候也叫做股利比率或股息回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



报率。

平均成本法：每个月买进特定美元数额的股票，不管股票的价格。用这种方式，一个投资者在股价下跌时买进更多股票在股价高时买进较少股票。由于没有过高的价钱买进太多股份的风险，买家购买股票的价钱也低于平均价格。

双底：一只股票下跌，达到周期性低点，上升，然后又下跌到先前的低价或这个低价左右的情况。如果第二次下跌与其接近但是不低于第一个低点，查尔斯·道注意到随后的恢复很可能是一个剧烈涨幅的开始。

双顶：一只股票上涨的时候，可能遭遇突然的逆转的状况。如果再一次上涨到它先前的价格（或者极为接近）然后又下跌，这就叫做出现了双顶的状况。查尔斯·道观察发现从第二个顶点下跌可能会是剧烈下挫的开始。

道琼斯平均数：道琼斯股票公司有三个不同的市场平均数。他们是30只股票组成的道琼斯工业平均指数、15只公用事业股票组成的道琼斯公用事业平均数，和20个交通股组成的道琼斯交通平均指数。道琼斯财经综合指数包括所有65个股票。华尔街日报每周一会列出包括指数的平均表现在内的所有股票，在其他投资类刊物上也可以看到类似信息。

道氏理论：是指查尔斯·道在20世纪初提出的一个理论。道针对股票市场发表了许多有深刻见解的理论，同时也是道琼斯股票市场平均指数的创始人。道理论被应用于市场趋势的观察，道琼斯工业平均指数和道琼斯交通平均指数同时达到新的最高点或最低点时，市场发展趋势才能被确认。威廉·彼得·汉密尔顿现在最常运用查尔斯·道的解释，他在道去世后数年担任华尔街日报的编辑。

每股收益：一个公司的净利润（税后）除以普通股发行的数量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈利率：每股的年度盈利，以美元计算。

净收益率（盈利率）：公司的年度盈利和股票市场价的比率。一只盈利 5 美元，以 50 美元售出的股票净收益率是 10% 。有时候也叫做本益比。

企业价值：一家不间断营业的公司的价值。它的经济价值对它的拥有者意味着什么?

固定资产：一个会计术语。是指土地、建筑、设备和家具等。

基本面分析：一种投资哲学，股票被看作是公司所有权的一小部分。

商誉：一个会计学术语。是指资产价值和为它们所支付价格之间的差距。也指公司的声誉、专利权、商标、所在地和其他可以使公司有竞争优势的有价值的品质。

损益表：也叫做收益报表或损益计算表。它反映了在一个结算期内的收入和开支状况。通常是一个季度或者一年。

无形资产：一个会计学术语。是指一个公司难以估量价值的资产，比如商誉、品牌和商标、租赁权和名誉。尽管无形资产很容易被公司夸大，但还是有一个极大值。可口可乐品牌的名字就是个高价值的无形资产。

内在价值：一个公司所依靠创造利润的能力，或者说是对其所有者来说的真正价值等所衡量出的公司价值。与公司的股票价格或认知价值相对。

次级证券：是指某种在资产与收入索偿上优先级较低的证券。例如，普通股的求偿权就在债券和公司债之后。

财务杠杆率：使用债务提升购买力的手段。

清算价值：一个公司卖掉所有资产和偿清所有债务后所留下的现金。

保证金：赊账购买有价证券。

追加保证金通知：经纪商向投资者发出的确认支付亏空款项的通知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这意味着投资者不得不卖出一部分证券来确认剩余部分有效。

安全边际：这个概念是指应该对投资潜力进行估价以便于为可能出现的差错预留空间。选择股票或债券或者创建一个投资组合是都要有预留空间，以避免错误或者意料外的新状况，就和一个工程师设计桥时，桥所能承受的重量要比期望值高是一样的道理。关于如何达到安全边际的方法有多种理论。

倍数：本益比或价格利润比的同义词。

净流动资产价值：流动资产和流动债务之间的差额。

收益净额：一个公司除去所有开支后的收入。

净额：资产减去流动债务再减去长期债务。

营业收益：从常规经营所得的公司收入中除去所有税金以外的开支后的收入。

过量交易：投资者通过保证金交易买进的数额远大于经过审慎考虑其财力之后买进的数额。

账面利润（损失）：以当前价格平仓时，高于或低于购买价格的部分，是尚未确定数额。利润或损失仍然只是账面上的，因为事实上投资者仍然持有该证券。

票面价格：一个公司首次公开发行证券时任意确定的价格。并不意味着股票以这个价格上市。

投资组合：投资标的物的总和。

本益比：一种计算，显示公司盈利 1 美元要支付的金额。价格利润比就是股价除以公司前 12 个月的每股收益。例如，如果这只股票以每股 26 美元的价格售出，每股收益 2 美元，那么价格利润比就是 13 比 1。价格利润比有时也叫做倍数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要运动（在股票市场中）： 市场中的一种实质的上涨阶段，可能会被反方向的运动缓和（参见次级移动）。查尔斯·道发现如果可能的话，提前预测主要趋势的量级很困难。

损益表： 通常叫做收益表或损益。这种会计文件是对公司在一个具体时期内收入和支出的总结。和资产负债表一起清楚勾勒出公司的整体财务状况。

招股说明书（基金销售文件）： 一种文件，描述出售有价证券和共有基金的出售时的细节。通常美国证券交易委员会必须在证券初次公开发行前审核通过该文件。

委托书： 一份文件，合法授权给某人（通常是公司经理）在股东大会上代替他人（通常是持股人）投票给其他人。

认沽期权： 通常叫做卖出期权，这个合同赋予一个卖出权力，可以在某个时间以特定价格卖出特定数额的股票。卖出期权的买方向期权的卖方支付权利金买得这个权利。比如买进 ABC 公司 12 月份 50 美元看跌期权的人，就等于有权利在 12 月份期权过期之前，在任何时间以 50 美元的价格售出 ABC 的 100 股。买方希望价格下跌，卖方希望价格不变或上升，或者下跌的数额小于他收取的权利金。它与认购期权相对。

定性分析： 以非数值因素为基础所做的分析，例如市场占有率、营业地点、产业族群和知名度等。

定量分析： 以财务报表数据为基础所做的分析。

次级运动（在股票市场中）： 查尔斯·道的理论，根据作用与反作用的规律，市场上的主要趋势会有反方向的次级运动产生，且至少为主要趋势的八分之三。例如，如果一只股票提升十点，那就可能再降低 4 个点。根据道的理论，这个规律同样适用于工业股票的波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



初步招股说明书（红头招股书）：初次公开发行的法人股的内容说明书。之所以被叫做红头招股书是因为它包含对全局风险的警告而且使用红色印刷的。

留存收益：没有分发给股票持有人，而是保存在公司保险箱中以备一般经费开销和急用的公司的净收入。

资本回报率：净收入加上利息支出，除以总资产。

美国证券交易委员会（SEC）：一个美国的政府机构，管理和监督证券行业。于20世纪30年代的罗斯福新政时期成立。

美国证券交易委员会（SEC）文件：美国证券交易委员会要求公司要在特定时间填写的特定文件。10－K表格是年度商业财经报告，10－Q表格是季度财务报告，8－K表格要在事先未预料到的重大事件或公司变更发生后15天内填写。另外，公司还必须上交年度股东大会的投票委任书报告，有并购案时，委托书要上交并购投票委任书，当有价证券要公开报价的时候还需要一份招股书。

高级证券：在企业破产清算时求偿权高于普通股的证券，例如债券或优先股。

卖空（抛空）：投资者卖出一只他不具有所有权的股票，随后这只股票必须再被买进交还给原先它被借来的地方。当投资人认为股价将会下跌，相信他能在稍后以低价买进然后从中盈利的时候，他就会在市场抛出股票。

股票分割：把现有的发行在外的股票数额分割成一个更大的数量。持股人持有的公司整体百分比保持恒定。

总回报：股息加上资本利得（股票增值的部分）。

认股权证：一类证券，通常和债券或优先股一起发行，赋予持股人以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特定价格购买成比例数量的普通股的权利，这个价格通常比认股权证发行时的市场价高。认股权证可以转让，也可以在交易所进行交易。有时也可叫做认股凭证或购股权证。

营运资本：流动资产多出流动负债的额外的部分。是衡量公司优势的关键指标。

收益率：现金收益与投资者投入的资金的比例。用年度股息除以股价得出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注册权合同登记号 图字：04－2011－020

Copyright © 1996 by Janet Lowe.

ISBN 978－0－07－038864－2

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw－Hill Education (Asia) and Shanxi People′s Publishing House. This edition is authorized for sale in the People′s Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2011 by McGraw－Hill Education (Asia), a division of the Singapore Branch of The McGraw－Hill Companies, Inc. and Shanxi People′s Publishing House.

本书简体中文版由山西人民出版社和美国麦格劳－希尔教育（亚洲）出版公司合作出版。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何内容。

版权所有，违者必究。

本书封底贴有 McGraw－Hill 公司防伪标签，无标签者不得销售。

ISBN 978－7－203－07325－3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舵手经典12
www.zqbooks.com

最具影响力的投资哲学

“格雷厄姆-多德式的超级投资人”中国阵营：李驰、陈理、但斌、廖朝忠、李剑、凯恩斯，借推荐此书，向价值投资者的精神领袖格雷厄姆致敬：

一本久违了的投资宝典摆在我的面前，就像一位从来不需要想起，永远也不会忘记的老朋友，它在该来的时候总会来。

——同威资本 董事总经理 李 驰

本书的鲜明特色就在于按照格雷厄姆的建议，把价值投资变得简单而实用，普通投资者也能轻松掌握。

——中道巴菲特俱乐部创始人、主席 陈 理

为少数人善用这种投资原则，改进其投资技巧与知识做了一个很好的指引。

——深圳东方港湾投资管理有限责任公司总经理 但 斌

“任何仅根据预测市场未来走势而做出的资金决策，都是投机行为”，这一句话如醍醐灌顶，能让我们更好的检视自己的行为是否偏离了价值投资。

——东方恒星投资董事总经理 廖朝忠

朴实而活泼、简明而深刻，仍然有极强地针对性，给投资者许多好的启迪。

——深圳牵牛星资产管理有限公司总经理 李 剑

即使是计算机时代，格雷厄姆的投资方法也不过时，重读《格雷厄姆经典投资策略》更让我们有拨云见日之感。

——智萌（价值）投资俱乐部投资总监 凯恩斯

McGraw-Hill 全球智慧中文化 http://www.mheducation.com

上架建议：投资・理财

ISBN 978-7-203-07325-3



定价：42.00元